全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



[英] 约翰·奥瑟兹（John Authers）著
阎佳 译

全球最大债券基金公司联席执行长
瑞银投资银行高级经济顾问
国际顶尖经纪及投资公司策略师
CFA协会全球副总裁
投资管理合伙公司调研总监

联合推荐阅读

「金融时报」获奖记者揭示市场心理的变化和成因

THE FEARFUL RISE OF MARKETS

A SHORT VIEW OF GLOBAL BUBBLES AND SYNCHRONISED MELTDOWNS

时至今日，市场周期的反常仍然令全球投资者、商业人士、乃至政府头痛。这就是，全球市场变得异常同步，暴涨暴跌频繁得如同家常便饭，泡沫还未挤出，更大的泡沫已在酝酿之中，最终导致所有资金都无法逃离这一可怕的市场周期。

可怕的市场周期

频繁的同步泡沫与同步崩溃

时至今日，市场周期的反常仍然令全球投资者、商业人士、乃至政府头痛。这就是，全球市场变得异常同步，暴涨暴跌频繁得如同家常便饭，泡沫还未挤出，更大的泡沫已在酝酿之中，最终导致所有资金都无法逃离这一可怕的市场周期。



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE FEARFUL RISE OF MARKETS

A SHORT VIEW OF GLOBAL BUBBLES AND SYNCHRONISED MELTDOWNS

可怕的市场周期

频繁的同步泡沫与同步崩溃

[英] 约翰·奥瑟兹（John Authers）著
阎佳 译



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

John Authers. The Fearful Rise of Markets: A Short View of Global Bubbles and Synchronised Meltdowns.

ISBN 978-0-273-73168-9

Copyright © 2010 by John Authers.

Simplified Chinese Edition Copyright © 2012 by China Machine Press.

Published by arrangement with the original publisher, Pearson Education, Inc. This edition is authorized for sale and distribution in the People's Republic of China exclusively (except Taiwan, Hong Kong SAR and Macau SAR).

All rights reserved.

本书中文简体字版由 Pearson Education（培生教育出版集团）授权机械工业出版社在中华人民共和国境内（不包括中国台湾地区和中国香港、澳门特别行政区）独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 Pearson Education（培生教育出版集团）激光防伪标签，无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版
版权所有，侵权必究
本书法律顾问　北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2011-5519

图书在版编目（CIP）数据

可怕的市场周期：频繁的同步泡沫与同步崩溃/（英）奥瑟兹（Authers，J.）著；闾佳译. —北京：机械工业出版社，2012.6

书名原文：The Fearful Rise of Markets: A Short View of Global Bubbles and Synchronised Meltdowns

ISBN 978-7-111-38665-0

I. 可… II. ① 奥… ② 闾… III. 金融市场－经济周期分析 IV. F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字（2012）第118770号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号　邮政编码　100037）
责任编辑：蒋桂霞　　　　版式设计：刘永青
北京京北印刷有限公司印刷
2012 年 7 月第 1 版第 1 次印刷
170mm×242mm · 15.25 印张
标准书号：ISBN 978-7-111-38665-0
定价：39.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：（010）68995261；88361066

购书热线：（010）68326294；88379649；68995259

投稿热线：（010）88379007

读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

献给安迪、乔西和杰夫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

在为《金融时报》效力20年纪念日这一天，我提交了本书手稿。所以，我必须首先向这家我度过了整个职业生涯的报业组织致上谢意。我对投资界所知的一切，都是在此期间学到的，这包括在三个主要城市伦敦、纽约和墨西哥城驻扎，出访了其他大量地区，报道了本书中涉及的多起事件。

我从共事过的同事身上学到了很多东西，我要谢谢他们每一位。感谢 Lionel Barber、Martin Dickson 和 Daniel Bogler，是他们给我放了假，使我有时间完成本书。感谢《金融时报》统计部代理负责人 Keith Fray，我每天总缠着他索要各种图表和信息，谢谢他忍受我的折磨。我尤其要感谢我的导师兼前辈 Philip Coggan，他给了我远超任何人的帮助；我在纽约的同事 Michael Mackenzie，他对市场的了解让我自叹弗如。

我就读于哥伦比亚商学院，2000年在本校进修 MBA，这对我日后影响深远。我想感谢我在那儿的所有教授，尤其是 David Beim、Joel Brockner、Franklin Edwards、Paul Glasserman 和 Bruce Greenwald，事后看来，我从他们那里学到的许多东西，对撰写本书有着无法衡量的意义。我还要感谢 Knight-Bagehot 奖学金和 George A. Wiegers，他们资助我上的 MBA。

本书是我自己的结论，但许多内容都来自和别人的谈话。我尤其要感谢 Robert Jaegar，过去两年他和我开展了许多次极有意义的对话，还为我书中的一章起了标题，即“多元化的悖论”；Robert Jaegar 不见得赞同本书中的每一个观点，但他给了我无数绝妙的洞见，还给本书初稿做了一针见血的批评；Tim 和 Jamie Lee 带我理顺了货币紧密关联方面的缺点。我还必须感谢穆罕默

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德·埃尔埃里安，他慷慨为本书撰写了序言。我还要感谢在准备本书期间采访过的诸君：Antoine van Agtmael, Robert Barbera, David Beim, Gary Gorton, Andrew Lo, George Magnus, Benoit Mandelbrot, Rick di Mascio, Michael Mauboussin, James Melcher, Amin Rajan, Jeremy Siegel, Dimitri Vayanos 和 Philip Verleger。我还想谢谢 Jack Bogle，他真是一位幕后英雄，我将他 2000 年 3 月对我提及的观点综合在了注释部分。

还有许多人定期与我分享其研究成功，为我提供宝贵意见，带我穿越投资迷宫。我尤其要感谢 David Bowers, Ian Harnett, Chis Watling, Tim Bond, Vinny Catalano, Alan Ruskin, Marc Chandler, Simon Derrick, Mansoor Mohi-Uddin, Albert Edwards, Jeremy Grantham, Elroy Dimson, Mark Lapolla, Tobias Levkovich, James Montier, Russell Napier, James Paulsen, David Ranson, Alan Rohrbach, Joseph Stiglitz, Richard Thaler，以及伦敦资本经济及伦巴德大街研究所（London's Capital Economics and Lombard Street Research）的全体成员。

这是一本新闻报道集，而不是学术专论，但一些通用的学术免责条款倒也适用。功劳要多谢他人相助，错误全怪我自己。

只要有可能，我会尽量依靠自己的报道以及我在《金融时报》的同事。原始文章的细节请见注释部分。我还读了许多书，请参见参考文献部分。

我要感谢 Pearson Education 出版社的 Chris Cudmore, Jim Boyd 和 Russ Hall，是他们要求我把这本书带往一个不同但更好的方向。Lori Lyons 为美国版做了优秀的编校工作，Melanie Carter 则为英国版做了更好的润色。

Robert Jaeger, Jennifer Hughes, Anora Mahmudova 和 Paul Griffin 耐心阅读了本书初稿，提出了建议。我的父亲 David Authers 几乎读了我写的每一版修正稿，不断地为我提出方方面面的建议。Fort Washington 公立图书馆的员工为我提供了舒适的工作环境。

最后也是最重要的，我想谢谢妻子 Sara Silver，在我即将完成本书时她

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给予我不懈的鼓励，有一阵子，她只能一个人挨过我们第三个孩子出生后的艰难历程。我还要谢谢她为我做了宝贵而精确的校订工作。谢谢我的孩子 Andie。Josie 和 Jamie，他们给了我撰写本书所需的宁静，又带给我快乐的时光，提醒我人生中还有远比金融更重要的事情。

出版商致谢

谢谢 The Onion Inc.，允许我们引用原书 P88 的摘录，原文见 The Onion, Issue 44.29, www.theonion.com。

原书中部分文字无法联系到版权所有人，如果任何人提供线索，我们不胜感激。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 言

说到阅读新闻、寻找有见地的评论和分析，我猜大多数人都有自己的惯常套路。我就是这样，看看约翰·奥瑟兹怎么说就是我的老一套。

倘若你不光对市场感兴趣，还与它们的内部运作、日常波动、多变情绪有着千丝万缕的联系，那么约翰在《金融时报》上的专栏恐怕会是你的必读项目。他的文章为我们了解市场发展和前景提供了及时的见解；它激发了人们的兴趣，时不时还能掀起激烈的争论。

所以，你大概能明白，约翰要我替他这本了不起的书写篇序，我有多高兴，又有多荣幸！想到要跟金融媒体行业里一位最优秀的作家一起白纸黑字地“现身”，我也觉得有点心虚。好在这篇序言的篇幅有限，拿它来与约翰那引人入胜的写作风格作比较没什么意义。

这本节奏快而有趣的书，写作风格恰跟约翰平常的专栏一样：简洁、切题、举例一针见血。就把这本书当成一辆车吧，它会载着你展开一段探索之旅。每到一站，它便告诉你哪些力量聚集到了一起，决定了市场的价值和关联性。或者，用约翰的话来说，哪些力量推动了市场的崛起、崩溃和东山再起（不过，东山再起的市场仍然脆弱，监管和私人基础设施仍然不牢靠）。

在这段旅程里，你会发现：为什么市场能在颇长的时间里同步行动（如“泡沫”的形成），随后才一个接一个夸张而痛苦地四散崩溃；为什么那么多投资经理都成了从众行为的受害者；为什么指定不当、监管不当的委托代理关系会使最终投资者和托管者之间产生激励机制错位；风险管理技术怎样从缓和风险变成了放大风险；为什么监管部门难于长期准确把握市场的脉搏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着旅程的展开，你会看到很多有趣的花絮，比如“新兴市场”这个名字是怎么来的；它怎样变成了一项可投资的资产类型。在我看来，最可贵的是，你还将看到当今社会是怎样被迫在稳定和效率之间做出重大权衡的，而世界各地的政府却未能对这一必要的平衡（它将影响当前和未来的好几代人）给予足够的关注。

本书的上市时机也拿捏得很准。本书出版之时，很多市场参与者刚从2008～2009年全球金融危机带来的濒死状态中恢复过来，又转回了先前那种不可持续的思维方式和行为；监管机构本该设计采取措施来巩固市场基础设施、限制系统性的风险，可它们再度放开了双手；政治上的权宜很可能压倒了经济和金融逻辑。

没错，本书就是要带你走过一段切题而及时的旅程。它会告诉你，这段旅程的目的地会是什么样子，它应该是什么样子。

读罢本书，我猜你会对市场意外和政策失误残留的风险形成更为清晰的认识。政府需要怎么做才能降低另一场大规模市场混乱的风险，你会得出概要的结论。你还能获得一套更完整的工具，思考当今（及未来）市场存在的风险和机遇。

如果你对我在太平洋投资管理公司的同事们所做的工作感兴趣，本书就更加切题了。我们的工作是研究2008～2009年全球金融危机发生后，市场和经济会有怎样的走向。研究结果暗示，全球体系可能不会再回到近些年来的平均值（“旧常态”），而是会维持多年的动荡状态，迈入一种“新常态”。

出于约翰在本书中引述的原因（包括不当定位、从众行为、保守的内在承诺、委托/代理问题），社会要花很长时间才能完全认识并适应市场体制的更迭。这并不是信口开河，毕竟，发达经济体的公共财政突然同时大规模恶化，很多国家的失业率意外猛增，再加上人们意识到高失业率会持续相当长的时间，私人及公共实体的体制地位受到相应侵蚀，社会政治因素对经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和市场的推动作用越来越大……这些事情所造成的长久影响，有谁能够否认呢？

我想说的很简单：不管你是投资人、分析师还是决策者，只要你对市场如何运作有兴趣，就该读读约翰的书。是的，市场仍将长久存在；是的，它们仍然是组织、评估和分配资源的最佳结构。但我们不应该为此忘记：市场有时也会失灵。

市场有时的确会太过同步或冲得过头，它们可能会卷入目前尚未得到足够认识且缺乏必要基础设施支撑的活动。约翰·奥瑟兹把这一切简洁而清晰地做了阐述，同时又给了我们希望：我们可以让市场运作得更好，以进一步提高全球的福祉。

穆罕默德·埃尔埃里安

太平洋投资管理公司 CEO 兼联合 CIO

《碰撞》（*When Markets Collide*）[⊖]一书作者

⊖ 此书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可怕的市场周期

时间表

The Fearful Rise of Markets

崛起

1954 年 11 月 23 日：美国股市从大萧条中复苏

大萧条之后，美国金融设立了严格的监管制度：商业银行受存款保险保护，不得涉足投资信贷业务。在布雷顿森林体系之下，美元汇率跟黄金挂钩。银行在金融业占主导地位。在投资领域，大多数人都是用自己的钱投资。主流投资者没有投资商品、外汇、信用违约风险和新兴市场的途径。所有这些因素在第二次世界大战后的半个世纪都发生了变化，这就创造了条件，使得不相关的市场能够同时出现泡沫并因过热崩盘。

1962 年：富达的麦哲伦基金启动

富达等基金的投资经理开始宣传他们的回报率，并推出大型新基金。积累财富的目标推动着投资行业。排名机构开始发布排行榜，比较基金的短期业绩。这时候，利用别人钱的人成了市场的幕后推手，他们的薪酬和标杆促使他们采取一致行动。

1969 年：第一只货币市场基金推出

投资市场剥去了银行的许多核心功能。货币市场共同基金甚至能提供支票簿。这本来是为了回避 20 世纪 30 年代为避免银行挤兑所设置的严格限制，但同时也带来了没有存款保险的大笔银行存款。放贷决策从银行放贷员转移到了市场手里，此外还迫使银行寻找风险较高的新业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1971 年：金本位制结束

尼克松退出了金本位制，这是泡沫产生的必要条件。黄金不再是锚点，货币转而依赖中央银行。就算中央银行信誉尽失，当今世界经济的锚点也不再是金价，而是石油价格。

1975 年：第一只指数基金推出

指数基金为基金经理蜂拥而至创造了标杆。由于基金经理持有的资产比例越来越大，市场也越发容易产生泡沫了。

1982 年：第一只新兴市场基金推出

世界银行给“较不发达国家”（lesser developed countries）改了个名字，称为“新兴市场”，并设立基金购买这些国家的股票。世界银行把它作为一种新的资产类型，首次将之开放给主流投资者。“新兴市场”本来跟发达国家的股票是不相关的，如此一来，随着同一批投资者的同时持有，两者开始同步，新兴市场指数的出现也有助于在新兴市场形成“从众”效应（也称“羊群效应”）。

1984 年：抵押债券改革

时任美国总统的罗纳德·里根允许投资银行交易有大规模抵押贷款做支持的债券，并为投资者购买提供了方便。这增加了房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）的权力，缓解了美国小银行生存艰难的问题。但它也意味着，如果按揭违约，只要代理延长贷款期限，它就能脱身；其他市场的投资人可以买进卖出抵押贷款债务，这使得同步出现的泡沫有可能进一步膨胀。

1990 年 1 月：日本崩盘，日元套利交易出现

套利交易带来了“容易钱”，它借入低利率货币，再把钱投入高利率货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币，以此赚取价差。1990 年日本的泡沫破裂后，日元的低利率造就了套利交易。股票投资者通过这种方式为自己融资，日元开始与股票同步运动。

1992 年 9 月：在英镑黑色星期一的刺激下，外汇成了一类资产

20 世纪 90 年代初，货币投资者的大规模哗变促使外汇利息变成了一种资产类型。大投资者设立基金，押注在汇率上。

1996 年 12 月：格林斯潘对非理性繁荣提出警告

上了年纪的“婴儿潮一代”信心满满，又需要为退休储蓄，大笔大笔的钱涌入共同基金。股市膨胀，进一步推动基金经理追捧热门股票，他们成了全世界投资者的最后指望。

1997 年：亚洲金融危机促使亚洲国家建立美元储备

亚洲国家遭受了一连串的货币贬值，几近无法履行债务，之后又出现了多年紧缩。这促使中国和其他亚洲国家建立美元储备，美国利率由此走低，更多的钱涌入市场。

1998 年 3 月，花旗集团和美国银行合并，创造出“大得不能倒”的银行

通过全球大规模并购，许多银行对国家经济产生了举足轻重的作用，它们知道政府不能放手让自己倒闭，道德风险由此产生，它们有了冒险的动机。由于银行全球化，银行在世界各地都开展业务，全球联系日益紧密。

1998 年 9 月：长期资本管理公司烟消云散

当时最大的对冲基金长期资本管理公司（Long-Term Capital Management）在信贷市场上引发了全球性癫痫，这为后来的超级泡沫做出了预警。美联储动手救了它一命，主动降息，科技股泡沫迅速膨胀，道德风险甚嚣尘上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000 年：网络泡沫破裂

科技股形成了史上最大的股市泡沫（在美联储“容易钱”和道德风险的刺激下，非理性繁荣、数十年的从众行为至此达到顶点），随即崩溃。美联储以降息作为回应，推动股票市场出现反弹，对冲基金兴起，信贷和住房领域出现泡沫。

2001 年：新兴市场再换招牌：“金砖四国”

高盛预测金砖四国（巴西、俄罗斯、印度和中国）会出现大发展，由此点燃了新兴市场新一轮的繁荣之光。和“金砖四国”绑在一起的资金流入其他股票市场，抬高了商品价格和新兴市场的汇率。

2004 年：商品成为一类资产

学术研究表明，商品期货能提供强劲回报，不受股市表现影响。大型机构投资立刻投入到商品期货上。新的资金上商品和股票挂起钩来。大宗商品价格上涨，再度推动了新兴市场及其汇率。

2005 年：违约风险成为一类资产

信贷衍生工具为主流投资者打开了信用和贷款世界的大门。信贷开始与股票、债券和商品紧密挂钩，推动了美国房价上涨，次级贷款欣欣向荣。违约风险（default risk）造就了廉价的杠杆，世界各地同时出现信贷泡沫。

陨落

2007 年 2 月 27 日：“上海惊奇”结束了大稳健时期

2003 ～ 2006 年，市场波动小，利率低，泡沫稍告歇息，但波动性突然走高，金融工程更困难了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年 6 月 7 日：10 年期国库券收益率达 5.05%

投资者卖出债券，抬高了国库券的收益，国库券过去 20 年里持续下跌的趋势由此被打破，改变了所有信贷产品的数学算法。

2007 年 6 月 19 日：贝尔斯登对冲基金求助

对冲基金的贷款人持有次贷证券又将之拍卖，暴露出这些证券价值的混乱状况。

2007 年 8 月 3 日：权威人士吉姆·克莱默宣布信贷市场“末日”降临

美国散户投资者发现，美国银行停止相互拆借。

2007 年 8 月 7 ～ 9 日：大量对冲基金遭受前所未有的损失

贝尔斯登事件发生后，一只股权对冲基金结业清盘，一群据说没有市场风险的大型对冲基金遭受了前所未有的损失。

2007 年 8 月 9 日 ：法国巴黎投资银行的货币基金关张后，欧洲央行出手干预

据北岩银行（Northern Rock）所说，就是这一天，“世界变了”：大西洋两岸的货币市场都加倍恐慌起来。

2007 年 8 月 17 日：全国基金危机之后，美联储减息

美国最大的抵押贷款机构在破产的边缘徘徊。紧接着，美联储降息，新一波热钱涌入新兴市场，美国和欧洲反弹。

2007 年 9 月 13 日：北岩银行出现挤兑

英国银行的客户排队取出自己的存款，人们对英国的信心受损。

2007 年 10 月 31 日：全球股市冲到了最高点

11 月 1 日，因为担心花旗银行的损失，股民抛售其股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年 3 月 16 日：摩根大通挽救了贝尔斯登

贝尔斯登也撑不住了，引发“银行挤兑”。美国政府出手让摩根大通买下了它，此举使得投资者深信救市行得通，进一步抬升了大宗商品市场。

2008 年 7 月 14 日：石油冲上峰值，美元反弹——“脱钩贸易”结束

2008 年石油走高行情结束，通货膨胀的恐慌也随之消退。石油、外汇和股票市场同时逆转，造成巨额亏空，逼迫投资者偿还债务。

2008 年 9 月 7 日：房利美和房地美收归国有

优先股股东承受了损失，市场大为震动，所有看似易受冲击的金融机构都出现了挤兑。

2008 年 9 月 15 日：雷曼兄弟破产

雷曼兄弟出售谈判失败；美林投资银行（Merrill Lynch）卖给了美国银行，美国国际集团（AIG）发出求助呼吁。

2008 年 9 月 17 日：AIG 获救，储备基金破底，货币市场陷入恐慌

一只货币基金因为持有雷曼债券而“破底”（跌破净资产），资金被恐慌地抽离货币基金；AIG 要求 850 亿美元的救援，人们对它投保的欧洲银行也担心起来。

2008 年 9 月 29 日：国会投票否决了不良资产救助计划

对政治体制的信心崩溃。欧盟对如何协助保护银行存款问题陷入困惑，整个局势雪上加霜。

2008 年 10 月 6 ～ 10 日：全球连锁崩溃

短短一个星期，几乎全世界所有的股市都跌了两成，各种资产类型都出现了前所未有的猛跌，说明它们当中也存在泡沫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可怕的崛起

2008 年 10 月 24 日：新兴市场触底，中国出台经济刺激方案

中国在借贷上的迅猛扩张，以及美联储向新兴市场的央行供应货币，使得新兴市场免于出现全面违约危机。

2009 年 3 月 9 日：银行股和发达市场全面触底并反弹

花旗银行放话说自己的业务赚到了钱，反弹开始。大银行免于收归国有，使得投资者恢复信心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济阅读先锋



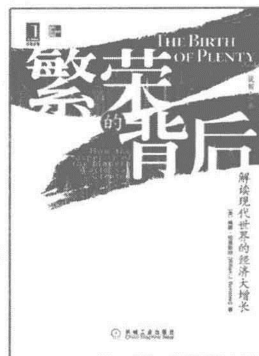
诺贝尔经济学奖得主最新力作
索洛、林毅夫等世界顶尖经济学家 联合推荐阅读

ISBN：978-7-111-36642-3
作者：（美）迈克尔·斯宾塞
定价：39.00元



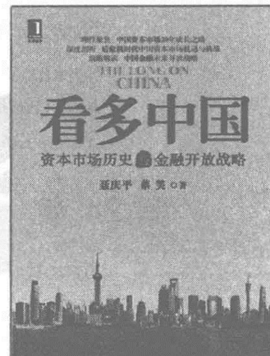
中国人如何吸取邻国的经验教训？
来自日本亲历者
最犀利、最深刻的反省。

ISBN：978-7-111-37809-9
作者：（日）池田信夫
定价：39.90元



揭开人类经济大增长的秘密！
读者、媒体、专家
最推荐的民间经济经典！
对现世繁荣有指导意义！

ISBN：978-7-111-34537-4
作者：（美）威廉·伯恩斯坦
定价：48.00元



亲历决策历史 洞察政策先机
中国资本市场20年成长之路
后危机时代中国资本市场机遇与挑
中国金融未来开放与发展战略

ISBN：978-7-111-36730-7
作者：聂庆平 蔡笑
定价：48.00元



一剂针对浮躁、焦虑、迷茫、民粹主义的清凉散！
一部探讨当今中国经济问题和前途的严肃之作！
揭示我们最关心的问题，
理性了解中国经济数据真相。

ISBN：978-7-111-35498-7
作者：徐滇庆 李昕
定价：39.90元



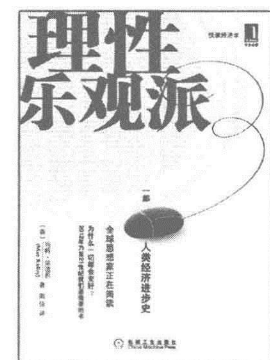
艾略特波浪理论的权威专家，
长期经济预测的畅销力作。
未来20年，美国人会过着什么样的日子，取决于看不看这本书。
中国人会过着什么样的日子，
取决于是否认真对待这本书。

ISBN：978-7-111-34020-1
作者：（美）小罗伯特 R. 普莱切特
定价：48.00元



金融是如何取代制造业，
成为美国经济中心的？
当经济、社会、政治都围绕着金融市场的轴心转动，对人们是福还是祸呢？

ISBN：978-7-111-34772-9
作者：（美）杰拉尔德 F. 戴维斯
定价：39.00元



为什么一切都会变好？
全球思想家正在阅读！
2012年乃至21世纪
我们最需要的书！

ISBN：978-7-111-36074-2
作者：（英）马特·里德利
定价：45.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

The Fearful Rise of Markets

致谢

序言

可怕的市场周期：时间表

第 1 章　导论　1

第一部分　崛起

第 2 章　投资成了一门产业　10

第 3 章　指数和有效市场　18

第 4 章　货币市场取代银行　27

第 5 章　从黄金本位到石油本位　33

第 6 章　新兴市场　40

第 7 章　垃圾债券　48

第 8 章　套利交易　55

第 9 章　外汇　62

第 10 章　无理性的亢奋　68

第 11 章　大得不能倒的银行　74

第 12 章　对冲基金　81

第 13 章　网络公司和便宜钱　88

第 14 章　金砖四国　95

第 15 章　商品　103

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 16 章　信贷　111

第二部分　陨落

第 17 章　大稳健时代的终结　120
第 18 章　定量基金　128
第 19 章　信任　134
第 20 章　银行挤兑　141
第 21 章　巴士底日：自反市场　147
第 22 章　雷曼的教训　154
第 23 章　政治和制度　159
第 24 章　多元化的悖论　164

第三部分　可怕的崛起

第 25 章　新兴市场脱钩　172
第 26 章　银行反弹　179
第 27 章　欧洲危机　186
第 28 章　新泡沫？　193
第 29 章　2010 年及以后　201

注释　208
参考文献　221

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章

导　论

一个上升的市场，依然可以带来现实的财富，这反过来又会吸引越来越多的人参与……政府的预防和控制措施早已就绪。在意志坚定的政府手里，其功效不容怀疑。然而，为什么政府竟然决定不动用它们，理由足足有上百个。[1]

——J. K. 加尔布雷斯（J. K. Galbraith），1954 年

世界市场是同步的，较之过去，它们更容易产生泡沫，也更容易一溃千里。为什么呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章 导　论

2

直到2007年3月，我才意识到，世界市场是死命地紧紧抱在一起的。一周前，全球股市遭受了“上海惊奇”：上海证券交易所跌了9%，引发了世界各地的混乱。当天下午，华尔街道琼斯工业平均指数突然在短短几秒钟里跌了2%。市场这一轮漫长又平静得不自然的时期结束了。

我在《金融时报》的纽约新闻中心看到这一切，试图琢磨出它的意义。股市震荡后再度上涨，但人心惶惶。货币市场也正处在大变动当中。

我焦急地看着彭博终端⊖。屏幕上显示着当天标准普尔500指数（美国股市的主要指数）每一分钟的波动。之后，我又把日元对美元的汇率逐分波动表调了出来。乍一看，我还以为是自己输入错误，这份表跟标准普尔完全一样。

若非事情太过凶险，本来倒也有趣。旧的一天过去，新的一天在焦灼中翻开。我们在新闻中心里看见屏幕上的两份图表蜿蜒出了完全相同的轨迹。每一回标准普尔上涨，美元对日元的汇率就涨，反之亦然。这到底是怎么了？

关联性强到这般地步，实在太不自然了。“上海惊奇”之前的年份，日元和标准普尔完全是独立移动的。它们是全世界两个最透明的市场，一直由完全不同的人进行交易，人们买进卖出日元的原因各不相关（为了做生意或去旅行），买进卖出美国股票的理由也截然不同（那得看美国企业传来的最新消息了）。但自从“上海惊奇”之后，统计人员发现，标准普尔的任何波动，足以解释日元40%的波动，反过来也一样。由于它们原本不该存在任何共同之处，这也就意味着两个市场都没有获得有效

⊖ 这是一套让金融专业人士访问“彭博专业服务”的计算机系统。用户通过“彭博专业服务”可以查阅和分析实时的金融市场数据并进行金融交易。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定价。但事实上，这两个纠缠的市场是受同一批投资者使用同一批投资热钱推动的。

这个问题至关重要，因为在我写本书的时候（2010年年初），市场比2007年年初关联得更加紧密了。美元表和美国股市表再度变得无法分辨，商品和信贷价格之间继续固执地紧紧挂着钩。

我们现在知道，“上海惊奇”标志着至少80年以来最严重的全球金融危机拉开了序幕，全球经济在2009年陷入自由落体状态，这是一场真正的全球性经济崩溃。

定价无效的市场推动着这个可怕的进程。如果货币的走向受投机的抬升和打压，定会扭曲全球贸易关系。如果汇率使得商品太便宜或太昂贵，自然会危及各国政府对本国经济的控制力。石油价格太高，可以让全世界陷入不景气。食品价格走极端，意味着有数十亿人将挨饿。资金涌入新兴市场，加剧了它们的通货膨胀，动摇着它们的经济，而全世界如今都依赖着这些新兴市场的高速发展。如果信贷对借款人先是太便宜，之后又太昂贵，繁荣注定无法持续，崩盘随之而来。而对投资者来说，倘若所有的市场都同步波动，风险管理就成了不可能完成的任务。因为无处藏身，一旦市场一起垮塌，每个人的退休金计划都要遭受冲击。2008年10月的一个星期里，全球退休资产的价值缩水约20%。

照理说，这样的大灾难会把投机从系统里筛出去一阵子，但它显然没有。而这又意味着，新一轮的同步崩盘迫在眉睫了。

我希望能在这本薄薄的小书里解释世界市场何以变得同步，怎样形成泡沫，如何一起崩盘，又如何一起反弹，以及该采取什么措施预防将来出现新一轮的同步崩盘。在此过程中，我还希望为试图应对此种局面的投资者提供些许指点。

投资泡沫的产生是不可避免的，因为它们根源于人的心理。市场受贪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

婪和恐惧的相互作用所推动。每代人总要摊上一回贪婪压过恐惧的时期，这时，不理性的泡沫就出现了。而当钟摆荡回恐惧那一端，泡沫破裂，市场崩盘。

历史带给我们的例子，至少可以追溯到17世纪的“郁金香热”。那时，富裕的荷兰商人掏出自己一生的积蓄买回一支郁金香球茎。之后，随着投资者迷上了到新世界寻觅财路，出现了英格兰的南海泡沫、法国的密西西比泡沫，再之后有运河泡沫。维多利亚时代有美国铁路股票泡沫；20世纪20年代，在汽车这一激动人心的新技术带动下，出现了美国股市泡沫。

但过去这几十年，泡沫出现的次数越来越多。1980年，黄金形成了一波泡沫，破了；1982年，墨西哥和其他拉美国家的债务遭受了相同的命运，1994年又来了一次；1990年，日本股票冲上巅峰，旋即崩塌；之后又来了斯堪的纳维亚的银行股；1997年亚洲“小虎”们的股票跌到了谷底；2000年，互联网泡沫爆发，紧接着网络潮烟消云散。[2]

有人说，世界经济造出“过热”局面来是可以理解的。1950～2000年，世界见证了德国和日本复兴、“冷战”和平结束、新兴市场崛起。这些事情在1950年似乎全不现实；与此同时，不断增多的年轻一代把钱抛进股市。也许，20世纪末的泡沫与黄金时代的那一轮也没什么区别。

自此以后，这个进程驶入了超车道。美国房价和美国抵押债券的泡沫（2006年开始破裂）让位给了中国股市泡沫（2007年破裂）。2008年，石油泡沫破裂，之后是工业金属、食品、拉美股市、俄罗斯股市、印度股市，就连巴西雷亚尔、英镑和澳元这些迥然不同的货币，也轮番上演泡沫大戏。之后，2009年迎来了史上最迅速的一轮反弹。来自“现实世界”的新闻解释不了这一切。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么市场变得这么容易产生新泡沫呢？过分热情和从众行为是人性的一部分，归咎于贪婪也挺常见。但这不合情理；因为如果是这样，那也就意味着，世界各地的人全都突然变得比从前更贪婪了。更准确地讲，是过去半个世纪里，投资者的决定里已经没了恐惧的位置。一旦贪婪不再受恐惧的牵制，投资者就只剩下过度的信心了。

我以为，这或许多亏了所谓“市场的可怕崛起”。投资的机构化，使得市场蔓延覆盖了世界经济更多的部分，不光吹出了泡沫，也让泡沫变得趋于同步。市场的崛起带来了以下几种趋势。

委托/代理分离

20 世纪 50 年代，投资是业余选手们的游戏，纽约证券交易所里只有不到 10% 的股票由机构持有；如今，机构推动着每天的交易。那时候，贷款是为专业人士准备的，银行控制着几乎所有的决策；如今，资本市场取代了银行的角色。诚如经济学家所说，在投资和贷款领域，“委托人”已经和“代理人”分离开来了。而当人们替别人而不是自己的钱拿主意，他们就失去了恐惧心，愿意冒更大的风险。

从众

对这一代人而言，投资者要承受来自投资行业和客户的双重压力。这样一来，人类本来就极强的从众心理，在他们身上越发放大了。专业投资者有着强烈的动机挤进其他人正在从事的投资项目。一旦机构的大量资金在同一时间涌入了同一个地方，泡沫就吹出来了。

人多更保险

就在没多少年前，指数还是精算师团队拿着计算尺汇编出来的。那时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们认为，没有可靠股息的股票比债券的风险要高。而如今，数学模型精确地衡量风险，并揭示如何用风险换取回报。短短几毫秒，计算机就能完成必要的计算。最初确立的理论存在诸多细微差别，还提出了许多警告，但它们对投资者产生了极大的心理冲击。它们给人留下一种印象：市场可以理解甚至可以控制，由此导致了人们的过度自信。它们还推广了多元化投资更安全的概念，这个概念鼓励人冒险，投资者蜂拥到了自己并不了解的新市场。反过来，这又进一步拉近了市场之间的联系。

道德风险

人们对20世纪30年代银行倒闭的记忆日渐模糊，银行找出了规避当时政府设下限制的途径，而且，政府最终也彻底取消了这些限制。银行变得规模更大了。政府对银行施以援手，让银行家们误以为自己陷入麻烦也能脱身，钱变得更“廉价”了。这引发了道德风险——认为冒不必要的风险是不受惩罚的。类似地，短期绩效可获得大笔奖金，长期亏损或长期业绩下滑不受处罚，这些做法都在鼓励基金经理和投资银行家去冒更大的短期风险，进一步加剧了过度自信的问题。

市场兴起，银行衰落

金融技术创新把从前只有专业人士才能接触的资产变成了投资者不管置身何地只需鼠标一点就能下单买进卖出的可交易资产。新兴市场股票、货币、信贷和商品，从前各有各的规矩，各有各的操作地盘。如今，它们全成了可以互换的金融资产，资金蜂拥而入，扩大了它们的市场，许多高风险资产同时暴涨，形成了同步泡沫。与此同时，原本专攻诸多此类领域的银行，却发现市场篡夺了自己的角色。它们不甘心就此退出历史舞台，着手寻找新的事情来做，于是一步步地受到引诱，过度投机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些有害成分结合起来，使得美国次贷市场变得一塌糊涂，金融机构向毫无偿还能力的人放出贷款，接着又把这些贷款重新包装、分拆开来，这样一来，没人知道谁会在贷款拖欠时接下最后一棒，承担损失。人们对美国金融体系的信任感崩溃了，又因为市场彼此联系，全球金融也崩溃了。佛罗里达州的不良贷款，导致了全球的同步崩盘。

这里并不是要纠缠于次贷闹剧的细节。如今没人否认，复杂到了荒谬地步的金融工程（是它为金融危机奠定了基础）该悬崖勒马了。然而，要解决引发这场灾难的条件却十分棘手。它们仍然在那儿，并且涉及了许多我们习以为常的有价值投资。处理这一层面的问题，会牵涉大量艰难的抉择。

首先，我认为我们需要制定规则，遏制最极端的行为。简单地说，我们必须把恐惧放回交易员和投资者心中，逼他们在投资的时候把钱当成自己的。投资行业的现行结构在鼓励甚至奖励从众行为，这种结构必须来一场彻底的重建。

市场是怎样崛起，把世界带到了这样一场同步的混乱当中呢？故事很有趣，也很长。许多主题互有交叠，我将按时间顺序对其逐一介绍。但读者朋友们要记住，泡沫根源于人的心理。它们必定会再度出现，但不见得非得像 2007 ～ 2008 年一样，在极短的时间里卷土重来，又在转瞬间一起破裂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

崛起

The Fearful Rise of Markets

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章

投资成了一门产业

1964年：富达推出麦哲伦基金

集体恐慌刺激从众本能，并往往向那些不被视作集体成员的人施以恶行。

——伯特兰·罗素（Bertrand Russell），《思想垃圾概述》（*An Outline of Intellectual Rubbish*），1943年

投资机构化了。此时，股票大多是机构代表某人买进卖出，不再由个人主导。投资者的水平按排名成绩表判断，优先的评判标准是谁能把托管基金的规模做到最大，赚到最多的投资回报反而成了次要目标。所有人都在跟他人攀比，没人想要特立独行、脱颖而出，这把他们赶进了“从众效应”的怪圈——人群奔到哪儿，泡沫也跟到哪儿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构付钱给投资经理，是要他们干什么工作呢？你也许会回答，是要他们照管好客户的钱，竭力赚取最高的回报，或是战胜市场。但实际上，他们的主要工作是把管理的资产（不是利润）做到最大。投资经理按管理资金的一定百分比抽取佣金，所以，他们最害怕的是客户把钱抽离基金，而不是基金的表现不好。这极大地影响了他们的投资方式——在恐惧的刺激下，基金经理会尽量跟别人做一样的事，而不是另寻出路。这种行为直接导致了泡沫的产生。

情况并非一直如此。就在不多久以前，美国股市还几乎完全由个人及家庭控制。根据美联储的数据，1952 年，90% 的美国股票都由家庭持有。如图 2-1 所示，到 2008 年年底，家庭持股不到 37%，其余均为机构持有。股市投资从前是富裕人士自己花钱找乐的游戏，现在却成了一门产业。

这一切的发生很容易解释。随着第二次世界大战后"婴儿潮一代"的成长，他们把更多的钱投入了慷慨的公共和企业养老金计划，而后者则把钱投到了股票上。管理养老金的公司成立，通过共同基金（也就是从投资者手里把钱筹集到一起进行投资，基金的价格涨跌与其投资股票组合的价值涨跌保持一致）直接为公众提供服务。

所有这一切都合情合理。股票投资很难，小储户需要专业人士替他们管理金钱。但投资"委托人"（为退休存钱的储户）跟"代理人"（替他们"操作"资金的基金经理）分离了开来。这样，代理人而非委托人的决定，驱动起市场。代理人面对的刺激促使他们朝着某项投资共同进退，泡沫由此而生。如果非要找出一个原因来解释泡沫形成的新倾向，那就是这个了。

你用什么标准评判投资经理，他们就对什么标准作出响应，跟其他所有人一样。而自 20 世纪 60 年代中期以来，人们对投资经理进行着严格的比较。储户能轻易在网站上找出一只基金过去几天甚至若干年的相对排

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

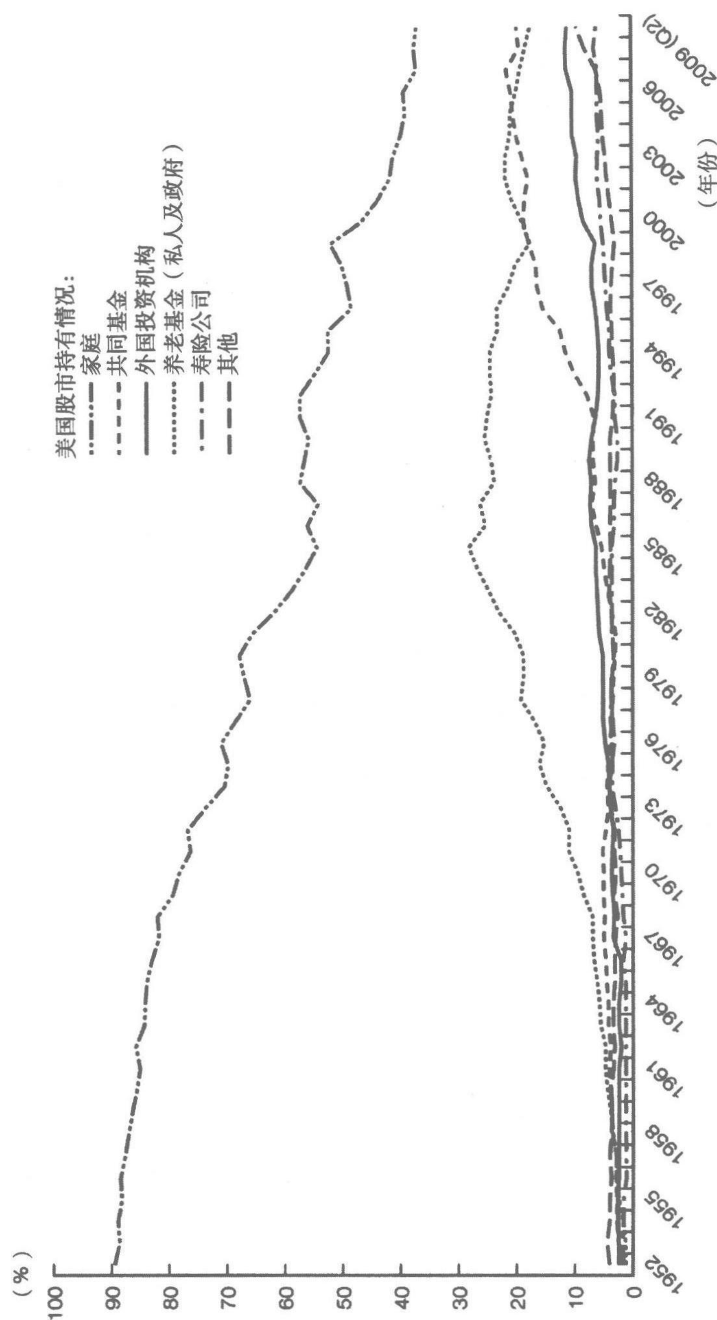


图 2-1 美国股市的机构化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名。控制养老基金的受托人只找有限的几家全球咨询公司征求建议，反过来说，这些顾问也是受排行榜驱使的。

从理论上讲，这本该促使基金经理们努力做得更好，但实际上，它鼓励了从众行为。和大草原上的野生羚羊一样，基金经理们不愿脱离集体，只想跟别人做一样的事。人多更保险。

为了说明这些扭曲的刺激如何运作，让我们来看看富达的麦哲伦基金，它于 1964 年首次推出，在很多方面确立了现代投资产业沿用至今的模式。富达大肆宣传它在彼得 · 林奇（Peter Lynch，富达基金 1977 ～ 1990 年的基金经理）管理下实现的巨幅回报。举例来说，从 1976 ～ 1996 年这 20 年里，麦哲伦基金的收益率达到了 7445%，这远远超过了美国股市主要指数标准普尔 500 的成绩，后者的同期收益率仅为 1311%。[1] 富达把林奇变成了一个家喻户晓的人物，还把这一做法出口到了英国，用自家的明星经理安东尼 · 波顿（Anthony Bolton）招揽生意。

到 20 世纪 90 年代中期，麦哲伦的价值超过 500 亿美元，富达公司每天的整体交易量占了纽约证券交易所的 15%。可对杰弗里 · 维尼科（Jeffrey Vinik）而言（他在 1995 年执掌麦哲伦基金），麦哲伦的规模太大了，没法再按从前的方式赚钱了。找出小股票里的便宜货帮不上什么忙了。举个例子，如果麦哲伦买下一家价值 1 亿美元的公司的所有股票（这本身就是一项昂贵的操作），哪怕股票市值翻到 2 亿美元，基金整体也才涨了 0.2%。

既然麦哲伦没法用这样的办法超过同行，那就只好下重注了。于是，1995 年股市上涨的时候，维尼科拿出 1/5 的投资组合买入政府债券，赌股市会跌。结果，股市继续繁荣，债券搞垮了麦哲伦的相对业绩（虽说麦哲伦还有 4/5 的钱在股票上，并没有因此亏空）。1996 年的情况最为糟糕，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它在过去 12 个月里的业绩，在全美 628 只靠股票赚钱的共同基金里仅能排到第 590 名。投资者做出了反应：随着股市的蓬勃发展，一连 14 个月，他们都在把钱抽离麦哲伦基金。

相对业绩压倒一切。晨星（Morningstar）是一家极有影响力的美国基金评级小组，按一到五星给所有基金打分。1996 年，仅占总数不到 1/3 的五星和四星基金，拉到了 80% 新入市的资金。像维尼科这样下了一笔重注却失了准头，丢了高排名，无异于在职业生涯上自寻死路。

下注之后几个月，维尼科就离开了富达（后来，他自己运营了一只规模小得多的基金，在事业上创下了辉煌的第二春）。[2] 继任的罗伯特·史坦斯基（Robert Stansky）卖了债券，买下大批技术股。技术股是那时的热门，投资它们的话就很难被市场狠狠击败。但重点不在于此；真正的要害是，如果你不想失去客户，就得避免尴尬。人人都持有相同的股票意味着，如果你亏了钱，你的竞争对手也会亏钱，比起像维尼科那样——人人都发达，只有你亏钱，这要好多了，破坏力也没那么大。人多更保险。

1997 年，麦哲伦向新投资者关上了大门，承认太多的流动资金使得自己难以施展拳脚。1999 年，它成为第一个持有资产超过 1000 亿美元的共同资金。可惜，这一轮的振作，来自随大流、别人怎么做它就怎么做，而不是搞出了什么与众不同的新名堂。

对维尼科还有其他投资经理来说，规模是绩效的天敌。可同样也是对他们而言，规模却比绩效更重要。管理的资产规模而非绩效决定了他们能带到多少薪水。所以，要拒绝接受投资者新带来的钱很难，因为它意味着你拒绝了收入和利润；可让基金发展得太大，又鼓励了从众行为，带来了泡沫。20 世纪 90 年代末投资者把钱投到互联网基金，又或者是 2006 年、2007 年把钱投到信贷投资的时候，基金经理别无选择：哪怕他们早就知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道这些投资太贵了，也只能把更多的钱投进去，要不然，他们就只能坐视客户的流失。大多数情况下，他们选择了挽留客户，继续买入——在买入的同时，他们也抬高了价格，吹涨吹多了泡沫。

麦哲伦还说明了“特立独行”的危险所在。如果维尼科押的注（赌股市会跌）当真押准了，他可能会吸引到更多的钱。可当真出现这种情况的话，养老基金的顾问往往会把钱从新近成功的基金里拿出来，免得它在投资组合里所占比重太大。当然，如果维尼科弄错了，不必说也要承担基金亏损的大风险。他身上的激励机制不对称，限制了正确决定带来的好处，加剧了错误决定带来的坏处。

其他基金经理也存在同样的问题。20 世纪 90 年代，纽约的一家基金经理吉姆·梅尔彻（Jim Melcher）预见到了互联网股票的泡沫，竭力避免购入，结果丧失了 40% 的投资者。“这种事情我们见了一次又一次，尤其是困难时期，”他说，“主流投资者的行为，就像是身边有饿狼窥视的羊群一样。他们扎堆围成团儿，越靠越紧。你也想在羊群当中找个位置。”[3]

另一个问题是，麦哲伦放弃传统的选股做法转而投资债券，做了一件投资者未曾预料的事。储户们希望自己的基金经理的行事可以有预见性。此外，控制资金走向的经纪人、销售代表和顾问，也都希望基金扮演他们指定的角色。靠着向客户提供建议，要客户把资产分散到不同的基金上，并定期转移，这些人才能证明自己存在的价值。

随着时间的推移，大基金公司故步自封地守着细分市场才能拉到业务，哪怕这种做法鼓励了基金经理违背个人的准确判断随大流。例如，一只持有大公司股票的基金应该保持“作风纪律”，不去购买小公司的股票，就算它的经理认为小公司股票业绩更好也不能通融——这一政策强迫基金经理违心地购入他们认为价值遭到高估的资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦哲伦事件还说明，人们是根据短期绩效来对基金进行判断和排名的。维尼科选择的时机是在1995年，可股市直到2000年才冲到顶峰。过了10～15年，经历了两次股市崩盘，我们再来判断他购入债券的举动，似乎并没有那么糟糕；但人类一贯倾向于跟着近期绩效摇摆，而且以为近期绩效能持续下去。客户往往把钱投给最近做得很好的基金，逢高买入，逢低卖出。

试图找出市场的转折点，注定是自寻死路。让我们来看看那些预测网络股（说它是有史以来最大的一轮股市狂热也不为过）崩盘的基金经理落了个什么下场。保罗·伍利（Paul Woolley），替美国大型基金GMO管理英国业务，投资者一窝蜂地从他那儿赎回基金。如今，他是伦敦经济学院的教授，把自己的钱捐赠给了“资本市场功能失调中心”（Centre for Capital Market Dysfunctionality）。已故的托尼·戴伊（Tony Dye），一度是伦敦UBS菲利普斯 & 德鲁（UBS Phillips & Drew）的基金经理，因为预言股市崩盘，给自己摊上了一个“末日博士”的绰号，2000年2月又丢了工作，那时离泡沫破灭不过几个星期。[4] 历史证明他们没错，可要是他们随大流，继续持有股票，结局会更好。2007年、2008年信贷泡沫破灭之前，少数几个远离它们的基金经理的下场一样可悲。

基金固然受限于股票，可特定类型的股票受到狂热追捧，本身就是从众效应的表现——20世纪60年代的企业集团股、90年代的技术股、21世纪第一个10年中期的银行股，都是如此。由于基金的范围还包括不同的资产（如商品和外汇），涵盖了世界上大部分国家，从众效应开始在全球蔓延，身后的泡沫也越吹越大。

指数正为它们引路呢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小　结

- 机构投资推动投资者采取从众行为：根据基金经理手下管理的资产规模按比例支付其薪资，排行榜按照跟同行比较的方式判断基金经理的水平，这些做法都在鼓励基金经理随大流，跟别人做一样的事。
- 可行的解决办法：按统一费率计薪，寻找以技能为基础的新评判标杆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章

指数和有效市场

1975年：约翰·博格推出第一只指数基金，为市场带来了效率。

投资管理业建立在一个简单而基本的信念之上：专业经理能战胜市场。可这个前提似乎并不成立。

——查尔斯 D. 埃利斯（Charles D. Ellis），
《金融分析师杂志》（*Financial Analysts Journal*），
1975年7月

对大多数投资者而言，指数基金是个了不起的概念，但随着指数基金越来越多，它们也让市场变得越来越低效，并进一步鼓励投资者在行动上趋于一致。它们以有效市场理论为基础，却孕育出了过度自信的心态，吹涨了泡沫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数基金（正常的共同基金并不试图击败指数回报率，只跟其大致相当）是无趣的量产货，对小储户来说，有了它们，投资的门槛更低了。指数基金在 1975 年前后才出现，并以“人不可能战胜市场”的激进学术理论为根基。

讽刺的是，随着它们的日渐成功，指数基金也把市场变得更加低效了。主动型基金经理本该更容易击败指数，可恰恰相反，主动型基金经理比以往任何时候都更接近指数。

指数基金还促成了基于国际大趋势的“自上而下”式投资，吹出了超级全球泡沫。虽说几乎所有投资者都该持有一定的指数基金，可痛苦的吊诡却在于，它们让市场更容易产生泡沫了。

让我们来看看指数基金的发展历程。约翰·博格是指数基金之父，年轻时，他在普林斯顿做学者，在写一篇质疑基金经理能否战胜市场的论文时，突然冒出了这个念头。尽管当时的投资者没有需求，可他仍镇定自若，以“指数基金应当廉价”的观点为基础，于 1975 年推出了第一只标准普尔 500 指数基金。[1] 他以海船为模型建立了自己的公司“先锋”（Vanguard）（公司里有“船员”而无“雇员”），并采用了旨在降低委托/代理冲突的结构，托管公司本身便从属于它所管理的共同基金。

基金经理往往会耗费巨资研究如何安排自己的投资组合，这种投资组合里说不定包含了上百种股票。倘若 20 世纪五六十年代盛行于美国大学的有效市场假说正确，那么这笔钱完全是白花了。股票价格总是融合了所有已知的信息，所以它们的运动是随机的，不可能预测。它们遵循“随机漫步”模式。[2] 因此，花大价钱做研究毫无意义。

计算机带来了一种替代方法。标准普尔 500 指数包括了 500 只股票。以计算尺为工具，基金经理们是不可能每天购入赎回、买进卖出适量股票来跟踪指数的，可计算机能比以主动型基金低得多的成本，轻松完成这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任务。随着计算机的运算能力越来越强，指数基金规模越来越大，运营这种基金也越来越廉价。对指数基金而言，规模不是绩效的敌人，因为它们喜欢规模经济。

时间证明，约翰·博格（Jack Bogle）⊖对指数的看法完全正确。从1978～1998年，标准普尔的成绩比79%同期存活下来的共同基金出色，这还包括那些由于绩效不佳倒闭了的基金。30年来（截至2008年12月），标准普尔每年的回报率是11%，主动型股票共同基金的回报率为9.3%。[3]

投资者看到这样的情况，解囊相购。2000年，“先锋”公司的标准普尔500指数基金价值超过1000亿美元，超越“麦哲伦”，成为世界上最大的基金。“先锋”本身也取代富达，成了美国最大的共同基金托管商。

博格改变了投资。但因为他利用了市场有效理论，说不定反倒进一步降低了市场的效率。为说明其中的原因，我们必须先来看看这些貌似揭开了投资关键奥妙的理论，以及“随机漫步”模型。[4]

市场有效理论的核心概念是风险可以量化，风险和回报可以精确地互换，实现平衡的资产配置。风险的定义是看证券的价格变化有多大——波动范围很大、忽上忽下的股票比稳定股风险大，哪怕长期来看前者的回报更佳。

为应对风险，理论又考察了证券的回报率与其他证券有多强的相关度。如果你有两只回报很好的波动股，那么，倘若它们彼此不相关，那你持有两只比持有一只的风险要低，因为就算一只跌了，另一只却很可能安然无恙。这样一来，管理风险的诀窍就成了多增加各种证券，直到不增加风险便无法提高回报为止。要是证券之间的相关度低，你可以在投资组合里加入一只高风险证券，降低它的风险。这些见解都可以靠优雅

⊖ 杰克（Jack）是约翰·博格的昵称。中国国内的书籍一般称其正式名字“约翰·博格”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的数学加以量化，在它们的指点下，整整一代的投资者都在追寻和自己现有资产相关度低的资产。我们在后文将会看到，这使得他们吹出了一个同步的泡沫；一旦投资者以为资产不相关而持有了它们，这些资产往往却相关了起来。

另一个关键概念是市场回报将遵循自然科学中常见的钟形曲线来分布。举例来说，人的身高就遵循钟形曲线。套用到市场上，这就意味着，每日股市回报的图形应为一条平滑曲线（见图3-1）。大多数日子的回报将靠近平均值，或小幅上涨。少数日子的回报要么很好，要么很糟。用行话来说，这些就是“尾部”。但关键在于，凡是按平滑钟形曲线分布的东西，都有着稳步变细的“尾部”。极端的事件，无论是正面还是负面，发生的概率都不高。凭借这些理论和若干数据，投资者每天都能算出一个精确的数字，知道自己当天可能亏损的上限是多少。

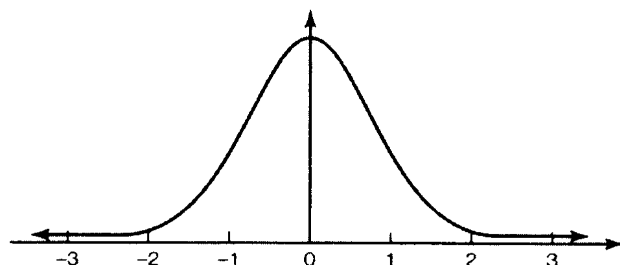


图3-1 钟形曲线：数字带来安全感

真正的从业者对这些学术概念的态度如何呢？是否拿它当真呢？博格发现，“随机漫步”意味着主动管理毫无意义。故此，在现实当中，继续主动管理基金的投资者，必然是假定这些理论无非是对现实的近似概括。真实的股市有涨有落，有繁荣也有萧条，这说明“随机漫步”并不是一个完美的模型，尽管在长久稳定的时期它站得住脚。但哪怕投资者明白市场并非完全有效，他们仍然利用基于这一假设的模型来挑选股票、管理风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更重要的是，监管机构强迫投资者认真对待这些学术观点。1974 年，美国国会通过《雇员退休收入保障法》(简称 ERISA)，彻底改变了美国养老基金托管行业，随后还波及全世界。该法案要求投资经理行事“审慎”，它对“审慎”一词的定义是：他们应当按照现代投资组合理论来管理资金。这进一步加剧了基金经理随大流的倾向。

此外，这些理论还成了所有商学院的核心课程，并形成了一种心理效应。它们给风险标上了确切的数值，减少了 MBA 学院对未知的恐惧。学生们变得过度自信，哪怕等他们到了交易柜台，发现理论实践起来并不像商学院里教得那么灵验。博格自己也看出了这一弊端，他说：“这种定焦于简化数学模型的态度，对基金经理，对其客户，对市场本身，都是不健康的。”[5]

这一切都事关重要，皆因整个结构建立在不牢靠的基础之上。事实证明，风险是不能用数学精确测量出来的。证券价格的变化并非随机，极端波动远比钟形曲线暗示的更为常见。早在 1962 年，波兰流亡社会学家伯努瓦·曼德勃罗（Benoit Mandelbrot，分形几何的发明者）就已经证明了这一点。他业余研究金融市场，绘出了每日股票和商品价格波动图，观察其模式。它们显然不是随机的，因为极端事件太多。曼德勃罗发表了一篇有关棉花价格的论文，清楚地做了阐释。他认为：“泡沫和崩盘为市场所固有……原本没有模式，人类却试图从中找出模式，它们（指泡沫和崩盘）就是必然结果。”[6]

此外，大部分绩效都来自极端事件。1916 ～ 2003 年，假设市场遵循钟形曲线，那么美国历史最悠久的股票指数——道琼斯工业平均指数，只应该有 58 天的波动值超过 3.4%。但实际上却有 1001 天。同理，指数波动超过 7% 的日子，应该每 300 年才出现一次，可光是 20 世纪就出现了 48 次。

但 1962 年曼德勃罗发表他的批评文章时，学院派经济学家们嗤之以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鼻。他们说，使用钟形曲线无非是因为它方便。以基本的随机性作为前提假设，能把市场和风险管理带进传统的数学领域，打开深入研究的各种途径。如果曼德勃罗是对的，市场只能参照难得一塌糊涂的复杂数学来衡量动荡和混沌，而就算现在，复杂数学也还处在起步阶段。于是，学者们把曼德勃罗放到了一边，乐呵呵地继续按照价格随机变化的假设来建立模型。[7]

“它并不像宣传的那样管用，”曼德勃罗愠怒地反驳，但“它带给人一种精确和胜任的印象，叫人宽心”。可只要加入钟形曲线，“误差就冒了出来……这就意味着股票投资组合的组合方式根本不正确；非但没能管理风险，反而可能放大风险”。[8]

在基于市场有效的概念推动下，市场反而变得效率较低了。即便是指数基金，也成为一种导致效率低下的力量，因为它们并不尝试分辨哪些股票估值过高，哪些股票估值过低。相反，它们接受市场的判断。泡沫兴起时，指数基金自动买入更多定价过高的股票，卖出定价过低的股票。

“基本面指数”是一种流行的新方法，基金不再根据市场价值，而以股票的基本面（如盈利和股息情况）为基础来跟踪指数，可以避免从众倾向。这种方法保持了指数基金成本低的特点，同时又无须跟风追捧估价过高的股票，但基本面指数基金在市场上仍然只占很少的一部分。

市场仍然需要主动的基金经理进行研究，确保价格保持现实。这引来了一个悖论：个人投资者购买更多的指数基金，造成市场效率低下，为主动的基金经理创造了机会。但主动的基金经理大多并不借此抓住机会。相反，指数基金提高了跟风从众的压力。死守指数里的股票，基金能保证自己跟市场比起来不会亏得太惨，哪怕客户要是买更便宜的纯指数基金，结果反而好得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最著名的“橱柜指数基金”[⊖]正是麦哲伦基金。罗伯特·史坦斯基改变了基金的构成结构，让它变得更像指数了。耶鲁大学金融学教授安蒂·皮特捷斯特（Antti Petajisto）提出了一个衡量此种状况的概念，称为“主动型因子”（active share）。它衡量的是基金持有的股票跟标准普尔指数的构成股票有多大的区别。例如，它持有的股票跟标准普尔指数构成股票完全相同，只是不持有微软的股票（微软在标准普尔指数里占 4%），而是另外持有 4% 与标准普尔指数不同的基金，也就是说，该基金有 4% 的“主动型因子”。纯粹的指数基金的“主动型因子”为零。只投资构成指数之外的不知名股票的基金，主动型因子为 100%。

皮特捷斯特指出，20 世纪 70 年代，在彼得·林奇的管理下，麦哲伦的“主动型因子”高达 90% 以上。当时基金的规模小，它能真正地买到偏离主流的便宜货。杰夫·维尼科把赌注押到债券上之后，麦哲伦的主动型因子为 77%，它显然是一头跟指数完全不同的怪兽。到了史坦斯基管理的时代，“主动型因子”下降到了 33%。[9] 史坦斯基坚决否认自己是“橱柜指数基金人”，说自己不害怕下任何赌注。他在任的头 5 年，成绩略优于标准普尔。但他自己的成功经历，却清楚地表明指数向基金经理施加的强大拉力。“你知道要怎么才能击败标准普尔吗？”他曾向一位采访者发问，“增持一部分，减持一部分，再持有一些不在标准普尔指数里的基金，就这样打败它。”[10]

长久以来，心理学家认为，“陷入框架”都是导致错误决策的重大问题。一旦我们以某种方式框定了问题，就很难再想出不同的办法去解决它，现在，指数框定了很多主动型投资者的视角。基金经理说，自己在某只股票或某个领域上“超重”或“超轻”了，靠的是对比该股票在托管基

⊖ closet indexer，指收益和指数高度相关，即相关系数很高的主动型股票基金。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金中所占份额及它在指数里所占的份额。最广为人跟踪的指数，如道琼斯、标准普尔、MSCI Barra 和富时（FTSE），其编撰公司都已经变得极为强势。证券经纪人大费周章地研究指数预期变化；一旦股票被收录进主要的指数，价格必定大涨，被除名，则暴跌。

皮特捷斯特及其他人的研究表明，指数逐渐主宰了所有基金的管理。20 世纪 90 年代，纯指数基金在共同基金资产中所占比例从 1% 增加到 15% 左右，2003 年，“橱柜指数基金”（即“主动型因子”介于 20% ～ 60% 之间的基金）所占的比例提高到所有资产的 30% 上下，而在 20 世纪 80 年代，这一比例近乎为零。这种状况确实为真正的主动型基金创造了机会。皮特捷斯特先生的研究表明，即便扣除所有的费用，“主动型因子”最多的基金，每年收益仍比指数高 1% 强。[11] 但对基金经理而言，跟风从众的冲动太强，大部分人都对机会视而不见。

博格本人对“投资相对论”表示不屑，他说橱柜指数基金恐怕是对指数最低效的反应。“对主动型基金经理来说，今天的胜算尽管十分渺茫，可要是他们提供高收费的‘影子’指数基金，明天就注定要失败。”他说。它还使得泡沫更加必然地产生——市场的兴起，很快就把这一方法从股票投资扩展到了货币价格上。贷款的价格，以前是靠银行决定的，如今却由市场来确定了。

小 结

- 指数投资对大部分储户都是个好主意，但它让市场变得效率低下，更容易产生泡沫，因为指数基金必然会买进估价过高的股票，避免购买不流行的股票。
- 指数基金的流行，还鼓励主动型基金经理采取“橱柜指数”的做法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 市场有效理论尽管存在根本性缺陷，却进一步引发了过度自信的心态。
- 它们让许多投资者寻找跟自己所持股票相关性低的资产，结果大大拓宽了相关市场的范围。
- 对储户来说，解决办法非此即彼：要么购买指数基金，要么购买真正的主动型基金。
- 专业投资者则需要一套全新的投资理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章

货币市场取代银行

1975年：美林提供支票簿

我们很高兴地报告，您和整个市场，已经接受了储备基金赖以为根本的概念和基础，这条坚定的原则以保护您的本金为重点，并提供日常流动性和透明度，让您安枕无忧。

——储备基金（Reserve Fund）董事长布鲁斯·本特（Bruce Bent）于2008年7月所发表的言论，几个星期之后，他的基金就因雷曼兄弟公司（Lehman Brothers）发行的债券遭受亏损[1]

资本市场取代了银行的核心功能，货币市场基金甚至可以提供支票簿了。这就把放贷的决策权从银行的贷款人员转移到了情绪波动极大的市场手里，迫使银行开拓新的业务领域。而银行把钱投到全新的地方，又为投机行为火上浇油。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于市场把委托人和代理人分裂开来，银行业与投资业经历了同样的变化。1975 年，美林银行推出了准备资产货币市场基金（Ready Assets money market fund)，也是有史以来最无聊的金融工具之一。和其他共同基金一样，货币市场基金只投资货币市场——存款证明、银行存款或者极短期债券。这类文书契约的风险微不足道，但因为最低投资额度高，大多数投资者接触不到它们。基金靠着持有大笔此类存款组合，而后以小得多的投资额度面向小投资户发行股份，规避了这个问题。就算扣除了基金收取的费用，小投资者仍然可以赚到更高的利率。第一只此类基金——储备基金早在 1969 年即已推出。而这一回的美林，新加了一个关键的营销手段：提供支票簿。从此以后，它的客户可以把货币市场完全当成银行账户般使唤，立刻就能取出钱来。此举大获成功。头一年，由于利率走高，储户们蜂拥而至，美林的基金从 160 万股猛增到 810 万股，资产总值从 80 亿美元增长到 400 亿美元。[2] 到 1982 年通货膨胀和利率最终得到控制的时候，蓬勃发展的货币市场基金行业已经吸引到了 2070 亿美元的存款。

尽管长着一副存款的样子，货币市场基金并不是银行账户。相反，它们夺取了银行的权力，将之交给了市场。货币市场基金不必负担存款保险（这是它的重大优势之一)，可以完美规避政府在大萧条时代为重建银行信心而采取的一项改革举措。不上保险，也就意味着它们持有的投资可能会违约，或是价值跌到基金 1 美元的股价之下（当然，这种风险很小)。“跌破净资产”的可能性表明，货币市场基金比银行账户的风险略大。

保罗·沃尔克（Paul Volcker）是美联储的负责人，也是个颇有传奇色彩的人物。他对此事态度悲观。2009 年，他明确表态，认为货币市场基金应该接受和银行一样的限制：“它们之前并不存在，它们出现就是为了逃过监管。它们承诺照面值偿还，你可以开支票兑现。本来，这些事情是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

靠银行存款来做的，现在，货币市场基金也可以做了，而且无需准备金，不受其他任何条条框框的监管。”[3]

监管机构的确提出了一些新的要求。1983年，证交会对货币市场基金持有的债券信贷质量、成熟度和多元化都做出了规定，要求基金有能力在必要的时候迅速卖出其投资。只要基金能遵守这些规则，是可以维持每股1美元的票面价值的。换言之，不亏钱是它们可以做到的现实目标。尽管基金不投保，但上述规则强化了它们“能可靠兑现”的印象，货币市场基金市场进一步膨胀。它成了全球投资界的避风港。

资金以惊人的速度在货币市场基金里进进出出。美国证交会采用这套规定之后的25年里，超级泡沫膨胀起来，325万亿美元从货币市场基金涌进又涌出。[4]（2009年，全球国内生产总值约为70万亿美元。）同时，该类基金所持资产不间断地保持增长，增长速度远超实体经济。1997年，资产总额首次突破1万亿美元。2008年，其资产已达3.8万亿美元。在此期间，银行利用与货币市场基金相同的原则（短期借入，把款项放到长期债券里），发展出晦涩难懂的复杂结构，造就了所谓的“影子银行系统”（shadow banking system，又称“影子金融体系”），只有全世界最大的银行家才能进入。

这些新的“金融野兽”需要有吃的东西来填饱肚子。国家和城市现在靠着发行债券，并将其卖给货币市场基金，可以更轻松地借到更多钱了。货币市场基金也是商业票据的买家：商业票据是对大公司的极短期贷款，从前一直由银行提供。一般而言，这些贷款的期限极短，几乎不存在拖欠违约的问题。一家大企业在未来20年兴许会拖欠，但在下一个月几乎肯定不会。由于基金的管理成本比银行低得多，它们愿意让企业以较低的利率借贷。

到目前为止，一切很美。依靠灵敏的金融工程，实体经济里几乎所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的成本都降低了，储户的闲置资金可以得到利率更高的回报了。贷款人和借款人不必再负担银行因接受严格监管而产生的高额管理费用。

但问题来了。美国一个州的信用或者一家大公司的信用都很强，但仍不如美国政府的信用强，不如银行存款的信用强。这就是为什么货币市场基金愿意支付略高利息的原因。尽管风险确实低，但这类基金并非全无风险。这也就意味着，每隔一段时间，基金会因为拖欠而亏损，股价跌到1美元以下。此外，各家货币市场基金还会彼此竞争。较高的回报率会带来更多的业务，同时也会增加风险。较之银行，它们的改进之处很大程度上来自于为了规避银行破产而设计的规章制度。这是不是说，它们能够容忍“跌破面值”的事情发生呢？

事实很快证明，答案是“不”。货币市场基金的主张不是“少许风险换更多回报”，而是“毫无风险换更多回报”。20世纪90年代曾有好几次，货币市场基金发现自己持有的证券价值下跌，而每一回，它们的管理公司都出手相救。由于货币市场基金往往由有着多种收入来源的大型基金管理公司控制，兼之其亏损数目一般极小，搭救它们很容易。最终，是基金管理公司的业主，而不是基金的投资者，承受了小小的冲击。每一轮类似事件的发生，都给人留下印象：货币市场基金在任何时候都不可能赔钱。

唯一的例外发生在1994年。南加利福尼亚州奥兰治县（Orange County）破产，社区银行美国政府货币市场基金（The Community Bankers US Government Money-Market Fund）出现亏损，停止经营，股东投入1美元只兑现94美分。但这家基金没有大型管理公司为其提供隐性担保，它的资产总额只有8200万美元，对货币基金来说是个微不足道的数目。所以，这一事件并未对投资者的信心造成太沉重的打击。

这一类的发展，把钱变得更“便宜”却又貌似没提高它的风险，又或者说，给人留下了一种印象：出了风险总会有人搭救。于是基金经理及其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者们便开始冒更大的风险——这个概念，经济学家称为“道德风险”，如今因为它带来的惨痛教训而尽人皆知。这些做法同时还带动了投入风险较高资产的货币供给量——再度给投机行为火上浇油。货币市场基金劝说投资者把钱从投了保的存款里转移出来，也提高了银行的风险，使得人们对银行突然失去了信心。

集体层面上还存在另外一个问题。就许多方面而言，基金（以及影子银行体系里许多类似的结构）是在利用短期安全度作为管理风险的手段。在短短几天或几个星期里，健康的企业不会拖欠。在此诱惑之下，投资银行想方设法地找基金提供极短期贷款。这能降低它们支付的利息，让投资银行赚钱更容易，但它同时也意味着，如果基金不再借钱给它们（拒绝购买其商业票据即可），投资银行的钱很快就会用光。等到 2007 ～ 2008 年间全球同步泡沫最终破裂之后，人们才猛然发现，这种做法降低了金融体系的稳定性。

货币市场兴起的另一点可怕的副作用是，它们剥夺了银行的主要业务。如果银行无法再以有竞争力的利率向客户提供支票账户、在短期内向大企业贷款，它们还有什么存在的意义呢？

这些业务从前都属于商业银行。决定是否提供短期贷款的是银行的贷款员。现在，类似的交易换了个形式：公司把商业票据卖给货币市场基金，由市场决定价格。在从众效应和过度反应的带动下，市场接管了从前由银行职员完成的工作。

银行高管应对货币市场基金的方式有两种：要么收缩放贷业务，承认自己变成了小角色，要么努力寻找其他的事情来做。出于人类的本性，没有几家银行愿意采取前一种做法。故此，银行竞相寻找新的利润来源，比如向新兴市场、房地产开发商、企业狙击手⊖或次级抵押贷款机构（全是

⊖ 指大量购买股票，实现控制某一公司的个人或机构。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去30年里涌现的过度投机行为）放贷。这些投机行为的潮起潮落，许多都受寻找新业务的银行推动。与此同时，银行则闯入了崎岖不平的陌生领地。

所以，正如指数基金一样，货币市场基金也是矛盾的化身。个人投资者有压倒性的理由去投资它们。事实上，不这么做反而显得没道理；它们像银行账户一样，人人都需要，给的钱更多，几乎没有额外的风险。可一旦人人都这么做，它们便引发了过度自信，让所有人都产生了冒险出借短期贷款的动机。由于货币的价值不再与黄金挂钩，它们的作用变得更为重要了。

小 结

- 货币市场基金剥夺了银行的关键业务，将之交给市场。它们为企业提供更低廉的融资，为储户提供更高的利率。
- 货币市场基金主要是靠规避存款保险制度来运作的，银行则转而更为依赖短期贷款。基金管理公司出手干预基金，防止其“跌破面值”，造成了道德风险。
- 像银行一样监管基金，要求其投保，或许能解决这些问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章

从黄金本位到石油本位

1980年：黄金价格突破每盎司850美元

我们身后是商业利益、劳工利益以及全体劳动群众的利益。面对采用黄金本位制的呼声，我们要告诉他们，我们不该把带刺的王冠戴上劳动人民的额头，不该把人类钉在黄金的十字架上。

——威廉·詹宁斯·布莱恩（William Je nnings Bryan），
1896年7月9日，美国民主党全国代表大会

1971年脱离金本位制，是随后一轮轮繁荣和萧条更替的必要条件。以黄金为锚点，汇率很少变化。没了金本位，货币就要靠中央银行的公信力了。如果央行公信力缺失，世界的锚点也不再是金价，而是石油价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金是稀缺资源。如果把所有生产并卖出的黄金都熔化掉，一个边长为 20 米的立方体就能把它全都装下，还不到一艘现代油轮的装载容量。当然，黄金的密度极大，油轮装上它就沉底了。

数百年来，因为稀少，黄金成了令人垂涎的财产。但到 1980 年，人们对黄金的觊觎达到了顶点，疯狂地购买金币，使得金价涨到了每盎司 850 美元，比 1971 年放弃金本位时的每盎司 35 美元涨了 24 倍还多。这是第二次世界大战后的第一轮世界性投资泡沫，并在机会主义的政治补救措施下越吹越大。而这些政治补救措施又从根本上改变了全世界的金融态势，它为不同的市场同时过热、同步形成泡沫创造了条件。

世界金融体系一度是跟黄金挂钩的。脱钩之后，资本主义世界忍受了 10 年的“滞胀”（通胀加停滞）才恢复平衡。演进出来的新体系，其关键要素是货币价值依赖于中央银行的公信力；汇率由国际贸易条件和市场决定，不再由政府决定；石油价格取代金价，成为整套系统的支柱。

1971 年之前，资本主义世界一直遵循 1944 年在新罕布什尔州布雷顿森林度假胜地召开的战胜国首脑会议制定的规则。它回归了历史上大部分时代都采用的制度，让流通纸币保证可以兑换到定量的黄金。由于黄金的稀缺性，政府可以发行多少纸币受到了严格的限制。第一次世界大战结束后的经历（德国滥发纸币偿还战争债务导致恶性通货膨胀）暗示各国领导者，采取黄金本位大有必要。

在布雷顿森林体系下，金价固定为每盎司 35 美元，其他货币的汇率则跟美元挂钩。故此，黄金成了所有货币的锚点，货币之间的汇率大致固定不变。由于货币供应量有限，通货膨胀很难出现。在布雷顿森林体系时代，资本主义世界基本上避免了信贷危机和投资泡沫。经济稳定增长，虽然偶有衰退。但这一体系对野心勃勃的政府施加了太多束缚，还让美国义务充当整个资本主义世界的银行家。可美国要演好这个角色，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一天比一天难。

到了1971年，金本位制度对美国经济的作用，跟把黄金立方体放到一艘巨型油轮上差不多了。外国政府越发热切地把手里的美元换成黄金，要求兑现的数额高达360亿美元，可美国只有180亿美元的黄金储备可供兑现。[1] 与此同时，越战的代价和20世纪60年代昂贵的社会福利项目沉重地压在了美国政府的预算上。而当时的总统理查德·尼克松正希望次年再度当选。

美国已经设想了无数个补救方案来平衡预算，但数目始终凑不过来。1971年夏天，在戴维营深思熟虑了一个周末之后，尼克松低调宣布，外国人持有的美元纸币不能再兑换为黄金。尼克松描绘此举是“一个胜利，一个全新的开始”。[2]

尼克松这样做，实际上采取了美国反对金本位制的传统民粹主义立场。这一立场最早可以追溯到1896年的总统候选人威廉·詹宁斯·布莱恩。当年，他宣称，美国“被钉死在了十字架上”，要求在金币里掺入白银，提高货币供应量。

从短期来看，尼克松关闭了黄金兑换窗口，确实是经济上的一手妙招，达到了布莱恩过去设想的目的，因为它能以政府资金推动经济发展。尼克松实行价格控制，所以美联储不必担心通货膨胀。但这阻止不了它多印钱。1971年，全美货币总供应量增长了近10%（创下历史最高纪录），来年经济增幅高达5%，尼克松顺利再度当选总统。

这一招快棋凸显了金本位的许多问题。对黄金的需求本身是不理性的——黄金的价值几乎只存在于持有者眼里。一旦发现新的黄金矿藏，它的供应量都会激增。此外，采用金本位制度后，这些因素严重影响着经济中的货币供应。到20世纪90年代，越来越多的国家投入资本主义的版图，世界不可能一直跟黄金挂钩。这个概念无可救药地过时了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但金本位又需要有替换品。不跟黄金挂钩，货币无非是政府法令创造出来的东西，它的力量完全依赖于中央银行的信誉。它造就了跟中央银行对赌的机会，投资者后来莫不加以无情利用。投资作家詹姆斯·格兰特（James Grant）一贯以支持金本位闻名，他刻薄地说："让印钞机增印半吨新货币轻而易举。通胀的历史已经证明了它。把黄金从地底下挖出来则要困难得多，这正是我们的祖先选择金本位的原因所在。"[3]

尼克松这手巧妙的机会主义做法远非凭空出现，它一举改变了世界贸易的规则。它对美元立刻产生了影响。短短几个月，黄金价格就从每盎司35美元上涨到44美元。持有大笔美钞的贸易伙伴发现，自己能买到的黄金少了25%。布雷顿森林时代就此结束。货币浮动，汇率分道扬镳，世界很快就经历了平衡系统（从那以后它一直存在）掀起的第一波震荡。如今，石油市场维持着平衡系统的运转。

至于说美国依赖的石油出口国，尼克松则削减了它们用石油换回的黄金量。1971～1973年年底，一桶石油兑换的金价下跌了近2/3。这部分导致了欧佩克卡特尔（多为中东石油生产国）在1973年10月将油价翻了3倍，20世纪70年代的大滞胀由此拉开序幕。而随着美国通货膨胀率的上涨，美元贬值，到20世纪70年代末，欧佩克又再度大幅提高了石油价格。

石油对黄金的价格比表明，石油生产商除了提价几乎别无选择（见图5-1）。如图所示，石油的美元价格在20世纪70年代或许达到了最高位，但以金价来看，它是稳定的——两次大幅涨价只不过是面对美元走弱的购买力做出调整罢了。1979年11月，1盎司黄金能购买12桶石油，相比之下，1971年采用金本位制时，能购买11桶石油。放弃了金本位制，美国发现自己绑上了新的"石油本位"。

欧佩克的举动反过来刺激了黄金泡沫。由于通货膨胀全面爆发，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

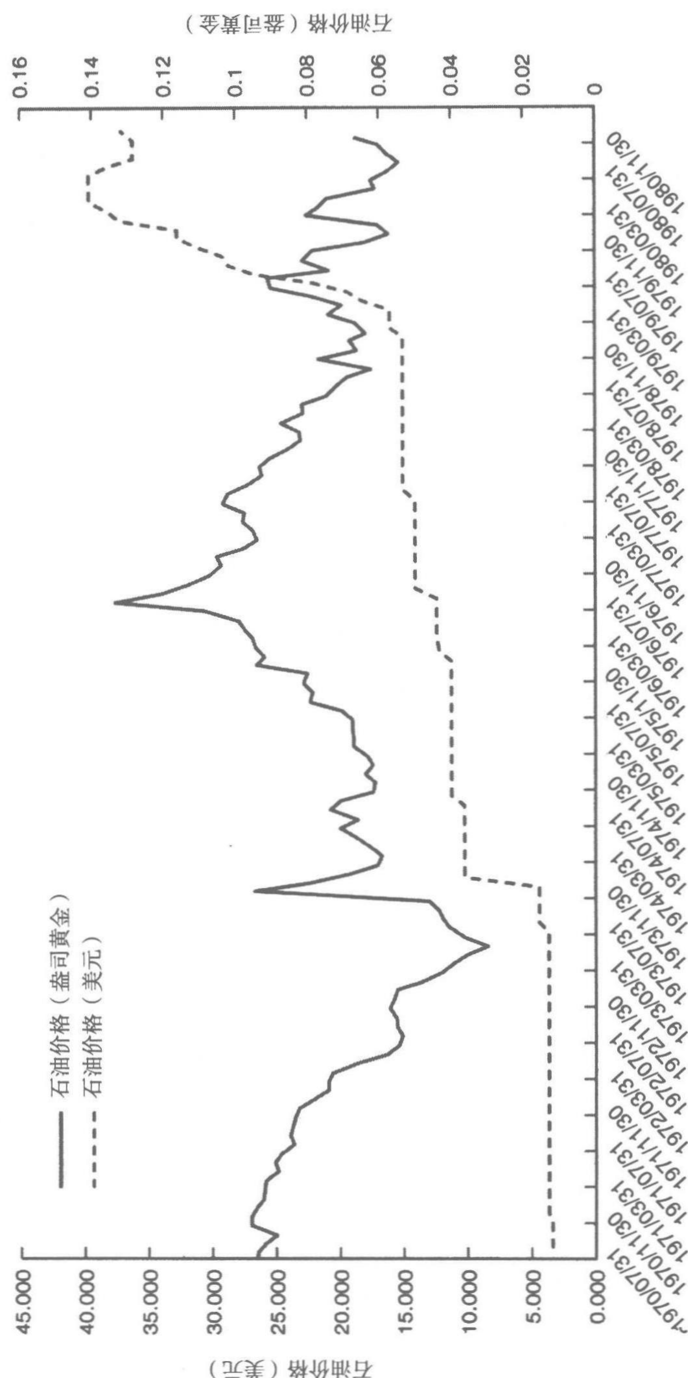


图 5-1　20 世纪 70 年代黄金与石油价格对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者拼命购入金币，以为这是保持价值的唯一途径——这或许证明了詹姆斯·格兰特的看法：金价是“世界对纸币发行人信心的倒数”。恐惧蔓延，投资者对中央银行的不信任达到了极致。它还带来了一轮投机浪潮，因为投资者照价购入黄金，表明他们正在打赌其他人怎么做，而不是单纯地考虑黄金的合理价格。短短 9 年时间，1 盎司黄金的价格从 35 美元暴涨到了 850 美元。

就跟当初陷入这种局面时一样，摆脱此种局面也是靠的一招政治权宜小伎俩。1979 年夏，吉米·卡特总统为经济长期委靡不振的局面大感头疼。在重组内阁赌运气的过程中，他发现很难找到合适的财政部长人选，最终拉走了美联储的现任负责人。美联储主席的位置空了出来，这可吓坏了市场。卡特的顾问赶紧去寻找替补，在跟华尔街银行家们磋商了一个周末之后，他们认定，经济学家、当时执掌纽约联邦储备银行的保罗·沃尔克最有把握能稳定市场。事实证明，这个仓促任命的人，后来竟成了一种全新金本位制度的化身。

沃尔克大刀阔斧地采取行动恢复对美元的信心，他多次提高利率，从系统中挤压出信贷，强迫美国进入另一轮衰退，市场暴跌。1982 年夏，沃尔克下的猛药造就了一轮特大熊市：扣掉通货膨胀后，股票市值跟 1954 年相当。失业率高达 10.8%。[4]

靠着这种极端举措，沃尔克赢得了信誉。他的补救办法就像是一把钝刀，跟金本位没什么区别，但有了如此行事的美联储撑腰，市场得以信任美钞的价值。因为不再害怕通货膨胀，投资者不再要求长期债权有高利率，利率降了下来。于是，历史上最长的一轮牛市逐渐上路了。

尼克松将美元贬值，导致油价高涨、经济衰退，国际形势也有了变化。交易员现在都知道，美元疲软（或通胀率高）意味着油价走高。故此，如果他们担心美国出现较高的通货膨胀，就会买进石油。石油跟黄金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不一样，它储量丰富，满载着石油的货轮在世界各地定期往返。石油还有一点跟黄金更不一样的地方：它是工业经济运转的核心，它的价格波动影响深远。20 世纪 70 年代，新的“石油本位”不稳定，到 2008 年和 2009 年，它再度陷入不稳定状态。这一关系导致了 21 世纪市场的同步化。

石油的重要性日益增长，还带来了另一个后果：越来越多的资金涌入了从前一度被排斥在资本主义体制外的较不发达国家。20 世纪 80 年代，它们的联系变得前所未有的紧密起来。

小 结

- 对经济至关重要的石油和外汇市场联系紧密。在金本位制下，它们处于市场之外，由政府规定；现在，则由市场决定。
- 金本位在 21 世纪大概是行不通了，但对过度的货币贬值和通货膨胀来说，它能起到很好的阻碍作用，同时，它还有助于拦截同步泡沫。
- 石油取代了黄金的位置；货币贬值和通货膨胀使得油价高涨，抑制了世界经济发展。
- 如今的投资者把石油当成对抗货币贬值和通货膨胀的屏障。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章

新兴市场

1982年：世界银行将“欠发达国家”（或较不发达国家）重新命名为“新兴市场”

耶鲁大学其他来自富裕家庭的男孩，没有一个在美国之外的地方投资的，我想，这太以自我为中心了。为什么这么近视，只看得见美国呢？难道人不应该心智更豁达吗？

——新兴市场先驱约翰·邓普顿爵士
（Sir John Templeton）

在新兴股票市场购买股票的投资基金一经推出，便创造了一种全新类型的资产，投资者第一次能够轻轻松松地把钱在发展中国家抛进抛出了。此前，新兴市场与发达市场完全不相关，但到2009年，它们已经齐步走了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1982 年以前，为世界欠发达国家融资尚由商品价格和西方银行推动。由于石油价格上涨创造了更大的财富，西方银行又在寻找新的业务来源，银行逐渐把可变利率贷款直接发放到了新兴国家的政府手里，跳过了这些国家的企业。时任墨西哥总统的何塞·洛佩斯·波蒂略（José López Portillo）扩大石油生产，资助此举的银行认为反正国家不会破产。波蒂略告诉手下人，他们“应该学习如何监管‘充裕’了”。

可在 1982 年，欠发达国家模式崩溃，墨西哥被迫将货币贬值，重新和贷款人磋商债务问题——此后，类似的事件在整个拉美地区反复发生多次。不到一年时间，出现了一种向非发达世界投资的全新方式。随着基金管理行业开始为外国证券交易所提供汇集式投资，新兴市场兴起，取代了向欠发达国家放贷的做法。这对所谓的第三世界带来了巨大的影响。它还改变了投资者的行为，也是世界各地市场同步扩张和收缩的原因之一。20 世纪 80 年代，新兴市场和发达世界毫无关系，互不干涉；可到 2009 年，两者的相关性近乎达到了百分之百。

是什么导致了这种转变呢？当时最大最先进的新兴市场国家墨西哥正为野心所误，美国的银行家们欢天喜地，巴不得借钱给它。他们迫切需要新的业务来源，取代国内流失的商业票据市场。正当保罗·沃尔克在美国把货币价值抬高的时候，别的地方却很容易捡到便宜货。

银行也正好有大笔的资金可用于投资。石油价格上涨，欧佩克的各大产油国家都有盈余款项（一般称为“石油美元”），存在美国和西欧银行。面对壮大的库房，银行表现得很不负责任——这个现象，2007 ～ 2008 年油价高涨期间再次出现。

欠发达国家给了石油美元一个天然的归属。20 世纪 60 年代以来，第三世界一直稳步增长，1973 年石油危机提高了它们的成本之后，这些国家需要融资来渡过难关。渴望接受银行条款的拉美领导人，不光只有洛佩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯·波蒂略一个。于是钱从美国银行疯狂地倾泻到了拉丁美洲，尤以墨西哥为甚。1970 年年底，拉美的外债总计为 290 亿美元。可到 1978 年年底，也即第二次石油危机前夜，它的外债已经达到了 1590 亿美元。到 1982 年，该地区的债务再度翻番，达 3270 亿美元。[1]银行联合集资放贷，贷款利率浮动，并以美元计价，这意味着倘若某国货币贬值，还款额度有可能急剧上涨。这次的游戏不是向公司投资，而是借钱给国家政府，用时任花旗集团总裁沃尔特·里斯顿（Walter Wriston）的话来说，“国家不会破产。任何国家，不管日子多么难过，手里‘有’的总比外头‘欠’的多”。[2]

但某些情况下，国家真的会破产。墨西哥和美国银行投入彼此怀抱的最初原因，本身就孕育着灾难的种子。钱在墨西哥点燃了一股不可持续的繁荣，通货膨胀控制了局面。与此同时，沃尔克政策为美国带来的高利率和低通胀又抬高了美元的价值，自然也提高了墨西哥人还债的成本。洛佩斯·波蒂略发誓要“像看门狗”一样捍卫比索，可到 1982 年夏天，美国股市大涨，他除了贬值再无选择。这对墨西哥和它的债权人无异于一场灾难，而总统宣布将墨西哥所有银行收归国有后，灾难进一步加深了。[3]

墨西哥开了先河，其他国家紧随其后。1983 年 10 月，27 个国家和地区重组债务，拉丁美洲地区进入了如今所说的“失落的十年”。同时，墨西哥货币危机迅速引发了美国银行危机。墨西哥、巴西、委内瑞拉和阿根廷共欠美国最大的 8 家银行共 370 亿美元。这几乎相当于这些银行当时所有资本和储备金的 50%。各国重新磋商贷款，危机用了将近 10 年才解决。而美国监管机构却放任银行苟延残喘地维持性命，而不是强迫它们承认所有的损失。可以说，如此宽大处理鼓励了它们将来冒更大的风险。

这一轮欠发达国家危机奠定了一种迄今为止已重复多次的模式。美国银行娴熟热情地向明知有可能还不了钱的人放出大笔贷款。穷人（这次是拉丁美洲人民）的问题很快就变成了富人（美国大银行）的问题。商品价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格高模糊了人们的判断力，推动过多的钱涌入小规模市场，动摇了后者的稳定性。此外，驱动危机的马达并不在墨西哥本国，而在国际石油价格和美国信贷市场的状态上。所有这些条件，在2008年的危机中再次凑齐了。

但在1982年，世界银行还有一个更直接的问题：较贫穷的国家该怎么为自己的快速发展筹措资金呢？借钱给它们很危险，这些国家本身也急需减少对外债的依赖性。当时在世界银行效力的一位年轻的比利时官员安东尼·冯·阿格塔米尔（Antoine van Agtmael）认为，直接投资成长型企业会更有吸引力。如果事情进展顺利，“好处”更多，或者说，能创造更大的潜在利润。如果进展不顺利，公司就不分红，这总比拖欠贷款好得多。

不过，在巴西或韩国等地，审批和评估公司的工作费用浩大，足以让大多数投资者望而却步。大多数这类公司连规范的资产负债表或会计准则都没有，政治、文化和语言上的障碍也很大。如果公司未能履行承诺，找当地法院寻求支持是靠不住的。世界银行只能直接承受来自公司的风险，这可不像到股市上买股票。所以，就算第三世界国家存在发展机遇，西方大型基金经理也不值得费工夫把它们挨个找出来。

1982年之后，再没有人愿意向欠发达国家投资了。阿格塔米尔想出的办法是成立基金。他和同事们会把艰苦的基础工作做好，而投资者们则有机会获得巨大收益。剩下的事情，投资组合多元化（叫“随大流”也行）会出手相助的。如果投资多个国家，那么其中就算任何一个国家出现政治或法律动荡，它的风险也就被扯平了。他建议把这只基金称为“第三世界股票基金”（third world equity fund）。

同事告诉他，这个名字太可怕。“我脑袋里的灯泡一下子熄了，”阿格塔米尔说：“有谁会乐意给第三世界投资呢？它们甚至不能算二流，它们是三流。就在这时，我想到了‘新兴市场’，我感觉这个说法挺潇洒。”[4]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个名字蕴涵着“进步、崛起、活力充沛”的意思，[5]不再是“第三世界”停滞不前的刻板印象。简言之，他为世界大部分地区想出了新的包装，创造出了可供投资者们投资的新一类资产。而且，他成功了。

事实证明，从欠发达国家过渡到新兴市场意义重大。前者多位于拉丁美洲，如今陷在“失落的十年”里找不到出路；后者则更多地与东南亚地区蓬勃发展的“小虎”联系在一起。20世纪最了不起的成功故事便是，韩国从一个饱受战争蹂躏的农业国家转变成了一个高度发达的现代出口强国，它甚至主办了奥运会。中国台湾紧随其后，再次则是泰国和马来西亚。

冯·阿格塔米尔和世界银行并未长久把持这一领域。模型发挥作用之后，其他人也很快入了场，他们的工作变得更容易起来。1988年年初，摩根士丹利资本国际公司（MSCI Barra）开始汇编新兴市场指数，“新兴市场”的定义也更为清晰了。有了指数傍身，基金经理们感到安全多了。和其他指数一样，MSCI发展很快，它不再是被动的“标杆”，而变成了基金经理投资的活跃指南。

事实上，投资该指数很赚钱。1988年元旦，MSCI指数是100点。到1994年11月，该指数就站上了563点——这惊人的发展速度吸引来了四面八方的资金。起初，MSCI新兴市场指数和涵盖全球发达市场的MSCI世界指数没有太大的关联。1989年有一段时间，两者的相关系数甚至为负，也就是说，新兴市场能够对世界其他地方发生的事情起到真正的对冲作用。[6]

但随着越来越多的投资者进入新兴市场，这些钱逐渐反客为主，成为市场动力。如果投资者感到乐观，那么新兴市场就允许他们承担更大风险来换取更高的回报。如果他们觉得悲观，他们首先就会卖掉高风险的新兴市场股票。随着时间的推移，MSCI新兴市场指数和发达世界的相关性越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发密切了。如图 6-1 所示，到 2009 年，新兴市场指数大部分的每日波动都可以用世界指数里的变化来解释。投资者很容易受新兴市场波动的影响。但反过来，同样值得注意的是，如今的新兴市场更容易受西方投资者反复无常的行为所影响了。

指数标杆让本来完全不同的市场一同上涨。例如，韩国和匈牙利是两个没有太多共同点的国家（它们跟爱沙尼亚也都没有太多共同点），但逐渐地，这些国家以及其他所有新兴市场都开始同步运动了（见图 6-2）。蓬勃发展的地区能帮助陷入困境的地区吸引资金。

但说到金融工程如何给真实经济造成持久变化，新兴市场的发展是一个经典的例子。美国信贷市场的同类金融工程很快也会产生同样深刻的影响。

小 结

- 新兴市场基金使西方投资者能够方便地投资第三世界，它完美地达到了这一目的。但与此同时，本来跟发达国家并无关系的新兴市场逐渐与之同步运动了。
- 新兴市场受商品价格和美国信贷市场推动——也就是所有的同步力量。西方资本突然撤回会给其造成巨大影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

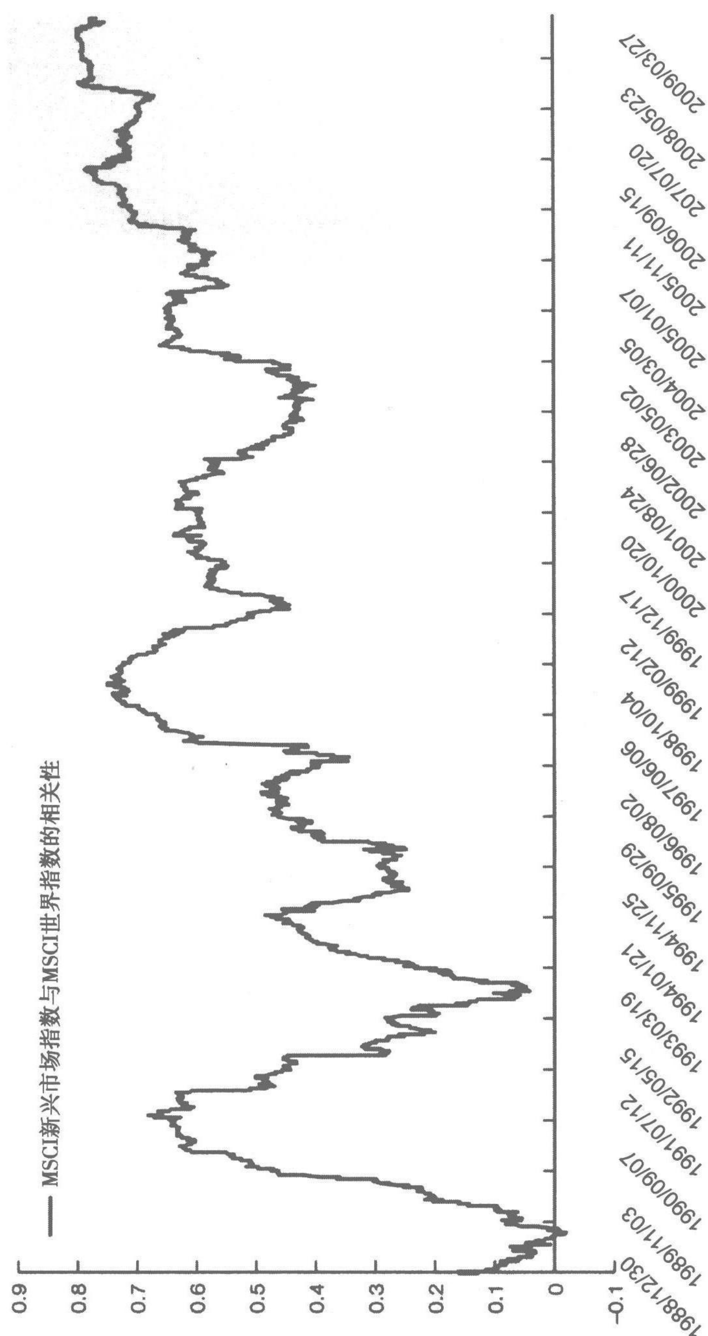


图 6-1 新兴市场：同步性更强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

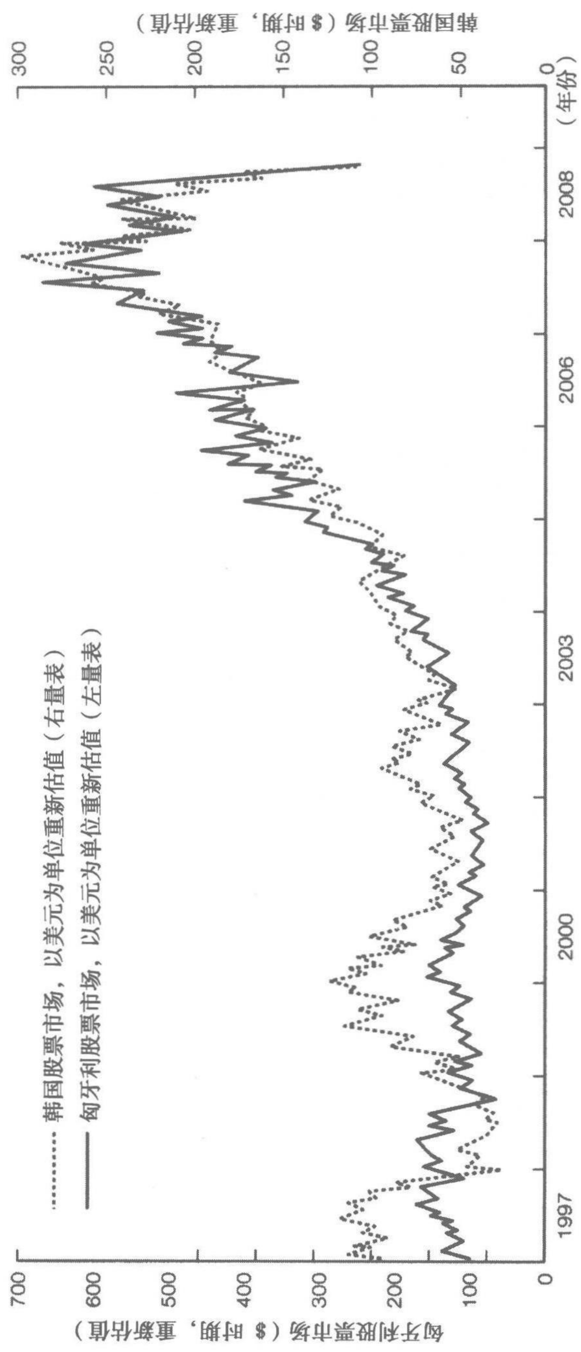


图 6-2 匈牙利和韩国：独立的市场？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章

垃圾债券

1989年3月：迈克尔·米尔肯被捕，贪婪的时代终结了

再多说一句，贪婪挺好的。我希望你们能明白这一点。我认为贪婪有益于健康。你可以既贪婪，同时又保持良好的自我感觉。

——伊万·波斯基（Ivan Boesky），1986年5月18日
在加州大学伯克利分校的讲演

垃圾债券和证券化的抵押贷款，从银行手里夺走了向高风险公司贷款和抵押借贷的业务，将之交给了市场。承担贷款风险的人和决定放贷的人就此分离开来，从而鼓励了冒险。结果，抵押贷款利率也和其他市场同步波动起来，与之同起同落。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20世纪80年代得到广泛认可的投资者并非哪位真正的商人，而是演员迈克尔·道格拉斯（Michael Douglas）。在1987年的电影《华尔街》（*Wall Street*）里，他饰演的套利商人戈登·杰科（Gordon Gekko）发表了一通“贪婪是善”的演说，总结了一个金融过剩的年代，掀起了流行文化的共鸣。等到好几个重要的金融家名誉扫地，1990年经济不景气拉开序幕，那个年代似乎结束了。但它的核心创意经受住了时间的考验，直到20年后仍然是市场大戏的核心。

贪婪从来是华尔街的幕后驱动力。20世纪80年代，华尔街变得更富有，靠的却是一桩枯燥乏味的东西：金融工程。温柔的通货膨胀率带来了低而稳定的利率，激发了金融创新。学术理论鼓励投资者对各种新型资产进行多元化投资。政府解除管制，使得市场从银行手里抢下了更多业务，银行只好竞相涌入新的投资项目。

最重要的突破出现在1984年，里根政府允许银行把按揭贷款打包成债券，出售给投资者。这造就了一个抵押贷款可进行交易的流动市场，把住房贷款推向了市场。在那以前，抵押贷款一直严格地按照英国维多利亚时代建立的模式运转：互助组织吸纳储蓄，谨慎监控后才放出贷款，最后再挨家挨户地上门收取按揭还款。这么做诚然效率低下、成本高昂，但拖欠不还的情况是极少的。从美国的“储蓄贷款社”（Savings and Loans）到20世纪70年代的西班牙，再到2000年前后的墨西哥，一个又一个的国家都采用了这样的方式替自己的新兴中产阶级筹资。

回到华尔街。抵押贷款指的是一份明确的书面财务合同，借款人承诺在一定时段内分多次还款。收取这些款项的权利，可以卖给别人（自然，房主违约或提前全额还贷的风险也包括在内）。如果你把足够多的抵押贷款放到一起，多元化自然就能尽职尽责地发挥作用。大规模的统计模式有助于预测违约率和经济波动形势（这一点，大多数投资者早已花了大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把时间尝试预测）。指导原则仍然是“人多更保险”。审核每一名借款人不太现实，但要是你拥有足够多的抵押贷款，那么从理论上讲，审核也就没必要了。

一旦政客们给投资银行松了绑，它们就开始从抵押贷款给服务机构买进大批量的抵押贷款（不少都是沃尔克那些年借出的高利率贷款），把它们打成包，用来支撑债券。债券的买家会得到最终借款人所支付的带息还款。由于按揭还款一般都挺安全，所以这笔交易对买家来说是合理的——他们承受略高的风险，就能获得比买国债略高的回报。

房利美（旧名美国联邦国民抵押贷款协会）和房地美（旧名美国联邦住房抵押贷款公司），是这一市场上举足轻重的参与者。房利美成立于新政时期，是一家政府抵押贷款银行，旨在刺激住房市场，但到 1968 年，林顿·约翰逊总统（Lyndon Johnson）为了平衡联邦预算，把它给卖掉了。表面上房利美成了公司，管理者要为股东赚取利润，实际上它仍然是一家“政府办”的实体，也就是说，如果它的抵押贷款出了什么岔子，背后拥有政府无形的担保——这也是很多人最关心的一点。故此，交易商拿到抵押债券，放在市场上出售，认定这些债券是拥有联邦政府担保的。于是这里的主题就成了：没有额外风险，却有着比国债略高的回报。这就意味着房利美和房地美不得不对债券支付较低的利息，从而花更多钱从其他机构手里买入抵押贷款，推动市场。模糊的无形担保暗中鼓励房利美和房地美的管理者及其投资者承担过多的风险。

房利美和房地美在市场上造成了无法预见的后果。由于贷款机构发现自己很难跟它俩竞争，只好去开发房利美和房地美不能开发的领域，比如“巨额”抵押贷款（数目巨大，无资格申请联邦补助）和次级抵押贷款（专为有不良信用记录的人提供）等。

抵债贷款变债券这一创新带来的结果是，拖欠的风险不再由那些最初

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定放贷的人来承担了。而且，决定放贷的贷款员还可以把风险卖给别人。委托和代理再次分离开来。

充当代理的投资银行并不总是严肃认真地履行自身职责的，迈克尔·刘易斯（Michael Lewis）在《说谎者的扑克牌》（*Liar's Poker*）[1]一书里生动地对此做过描述（此书大概可以算是史上最有趣的一本金融著作了）。刘易斯讲述了自己在所罗门兄弟公司当业务员的故事，该公司是抵押贷款市场上的老大，抵押贷款交易员们成天互赌。投资银行家们不光彩地发了财。最初放贷的银行也从证券化里得到了好处，因为它把抵押贷款和随之而来的风险从公司的资产负债表上抹掉了。它们能把贷款卖了换回钱，再转移到别的地方去。

这个点子蔓延到了英国，再晚些时候，又扩散到了欧洲大陆（这些国家的借款人更加保守，银行更强势，故此对证券化的需求较弱）。严格地说，这一技术如期发挥着作用。它让抵押贷款变得更容易，它分散了风险，帮助人们购买居所。可由于委托和代理的分离，在贪婪和恐惧两极间摇摆不定的风险，有可能改变购房的承受能力，而这恰是经济的一块重要基石。

多亏了“垃圾债券”这项市场创新，银行再度损失了一项关键机能：向小型或风险型企业借贷。和指数基金一样，垃圾债券（正式名称为“高收益债券”）最早也是出自一位有着学术研究背景的创业金融家之手。

投资银行“德崇证券”（Drexel Burnham Lambert）的迈克尔·米尔肯，本科修读经济学时想到了垃圾债券这个点子。他读了沃尔特·布拉多克·希克曼（Walter Braddock Hickman，学者，后任美联储理事）的一篇论文，发现1900～1943年间，多元化的低级别企业债券投资组合表现竟然高于质量更高的蓝筹债券，风险又与之相当。1945～1965年的后续研究也得出了相同的结论。[2]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多元化是关键，也就是换了种形式的“人多更保险”。购买各种不同的低级别债券（为了说服投资者购买，它们必定要支付更高的利息），其中有相当多的债券能够存活下来且不会违约，这就让投资者所得回报比购买蓝筹债券要高得多，毕竟，蓝筹债券给的利息较低。和投资新兴市场一样，只要金融机构把足够多的债券打包到一起，往常光是做调查就足以让人望而却步的风险投资也能变得美味可口起来。

但这套理论里有个缺陷。第二次世界大战前，低级别债券甚为罕见。一般情况下，公司发行债券时都有着可靠的信誉，只是后来才落入困境。债券发行大多出于偶然，没人把它们看成一类资产，此外，在公司最低谷时买入债券，从长期而言自然是合算的。倘若信誉糟糕的公司发行大量债券，前述结论就不见得站得住脚了。

即便如此，米尔肯仍然看出这是个机会，只要说服足够多的高风险公司发行债券。要说服投资者为了获得高收益而进入这个市场也就容易多了。而一旦说服足够多的投资者承受垃圾债券暴跌的风险，也就会有更多的公司受到鼓励发行债券。等市场建立起来，要为小公司融资就更容易了，从而也就改变了它们的整体前景。

一切进展顺利，米尔肯成了华尔街上最富有的金融家。“垃圾”债券主导了市场。人们对它的需求极大，垃圾债券干脆演变成了一种攻击性的武器——公司发行高收益债券，开展以前无法从市场上融资的收购行动。每一轮这样的商场厮杀背后都藏着一个类似《门口的野蛮人》㊀（*Barbarians at the Gate*）[3]的故事。此书出自金融记者的近距离观察，讲述了投资财团靠着高收益债券，用250亿美元收购了食品及烟草巨头雷诺兹—纳贝斯克（RJR Nabisco）的经过。哪怕时间过去了20多年，这笔交易仍然是历史上手笔最大的收购案。高额利息把雷诺兹压得步履蹒跚，可

㊀ 此书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多金融家都靠这桩交易发了大财。

垃圾债券还抢走了银行的另一项功能。传统上，银行家向高风险公司放贷时，要仔细地观察贷款公司，和对方的管理者交谈，参观生产场所，工作内容类似低级顾问。现在，投资者们不再预先考察风险，而是大范围地买入债券，让“人多更保险”的原则发挥作用——毫无疑问，有些债券会违约，可大部分债券能存活下来。学术界的敏锐认识再次说服投资者：风险已经被驯服了。

饭碗遭抢的银行家们甚至助长了对垃圾债券的需求。美国抵押贷款结构“储蓄贷款社”拥有大量来自存款的廉价资金，但它发现，很难把这些钱派到合理的用场上，因为有了资本市场撑腰，其他抵押贷款机构在抄自己的底。华尔街的业务员拿出了解决办法。他们卖给前者高收益债券，从理论上讲，这些债券和抵押贷款没什么区别。

这样一来，2007 ～ 2008 年大难中的几大关键要素就都凑齐了。国民经济几大领域的定价事务全都委托给了市场，不再由银行家控制。银行几乎无所事事。垃圾信用能够交易。抵押贷款可以买卖。剩下的就是把两者结合起来，交易垃圾抵押贷款了。

尽管垃圾债券的问题变得越发明显，但市场仍然存活下来。1989 年，几家高杠杆公司承认，它们还不起自己负担的高息款项，垃圾债券陡跌 11%。到 20 世纪 80 年代结束的时候，理柏分析服务公司（Lipper Analytical Services）报告说，1980 年以来投资到垃圾债券上的钱涨了 145%。听起来似乎不多，但这个数据比投资级公司债券的回报率 202% 要糟糕，也比近乎全无风险的国债回报率 177% 要糟。1977 年以来发行的公司债券，凡被德雷塞尔（Drexel）评为“垃圾级”的，有 1/4 都出现了拖欠，失败率高得惊人。[4] 这给“储蓄贷款社”带来了一场可怕的危机，很多分社都犯了欺诈罪，到 20 世纪 90 年代初的经济衰退期间，它们全都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要政府给予大规模的紧急援助。

米尔肯本人进了监狱，成功地战胜了癌症，并以慈善家身份二度崛起。他的兴衰故事甚至成了某家实验芭蕾舞团的剧目。不过，美国在 20 世纪 80 年代的放荡经历，跟同一时期日本发生的投机狂热没什么关系。而日本此后一败涂地的大崩溃，又将为美国人带来新一轮充裕的廉价资金源。

小 结

对垃圾债券和证券化的抵押贷款来说：

- 银行持续衰落，市场继续崛起。
- 委托与代理相分离。
- 给了贷款人承担风险的刺激。
- 融资变得更容易。
- 抵押贷款利率和其他市场更紧密地联系起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章

套利交易

1989年新年夜：日本冲上巅峰，历史终结于此

我们正在见证的一切，或许不仅仅是“冷战”的结束，不仅仅经历了战后一个特别的历史时期，而是历史的终结，即人类意识形态演进的终点，西方自由民主成为人类政府最终形式所具有的普适性。

——弗朗西斯·福山，1990年

套利交易带来了“容易钱”，它借入低利率货币，再把钱投入高利率货币，借此赚取价差。1990年日本市场崩盘带来的低利率造就了一场庞大的套利交易。2009年，美国崩盘后，投资者借入美元，掀起另一轮套利交易。廉价资金吹涨了泡沫。一旦投资者用这些便宜钱投资股票，股市的起伏就跟日元汇率一致了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本喜爱演奏贝多芬第九交响曲来庆祝新年。20 世纪 80 年代结束的那天晚上，欢乐的颂歌似乎恰如其分。世界刚刚看到柏林墙垮塌，东欧解体，新兴市场成群结队地倒向了资本主义。

这些事件改变了资本主义的面貌。但日本却正在经历一场更大的冲击。日本有着当时世界上规模最大的股市，1989 年的元旦之夜，它在泡沫里冲上了巅峰。财富损失带来的国际影响，本有可能像 1929 年华尔街大崩溃后导致的银行危机和大萧条那么严重。事实却恰恰相反：在日本应对危机的过程中，它把本国的货币变成了世界其他地区的廉价资金源。在今之所谓“日元套利交易”的帮助下，全球的各类资产都形成了泡沫。

日本泡沫有多疯狂，其后的危机就有多严重，说得再夸张也不为过。1989 年，它的股市价值几乎占了全世界的一半以上，[1] 与此同时，日本的经济规模不过是美国的 1/3，仅占世界国内生产总值的 8%。这是实实在在的疯狂。土地和房地产价格更是高估得变本加厉。最夸张的时候，光是东京皇宫所在的那一小块土地的价格，就比全加利福尼亚州的土地还贵。[2] 20 世纪 80 年代的金融自由化政策，便利了抵押贷款，鼓励了外商投资，为泡沫提供了养料。

泡沫吹得太大，终于破了。房价太高，成了社会威胁，政府出手试图遏制抵押贷款，借款人便欠债不还，于是地价下跌，股价也下跌。从本质上讲，它是墨西哥金融危机的重演——激烈的资本流动和过度借贷导致了泡沫，并使得银行大举扩张。两者的关键区别只有一点：日本的泡沫比墨西哥大得多。

和墨西哥一样，银行是软肋。癫狂高峰期放出的许多抵押贷款永远也得不到偿还。如果日本银行承认这一事实并相应下调自己的资产，那么整个银行体系都会破产。于是监管部门放了水，任由银行瘸腿上阵。随着资金的枯竭，价格水平下跌，日本陷入了通缩状态，而政府又没有能力刺激

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济。

政府为了让资金重新流动起来，做出了削减利率的决定。这一回应让国际投资者喜笑颜开。1989 年元旦，日本银行的目标贷款利率为 4.25%，此后是长期的稳步下跌：货币波动停滞，银行降低利率，廉价资金未能对经济起到刺激作用，银行再度降息。到 1995 年，贴现率下降至 0.5%。2001 年更是达到了 0.1%，之后动也不动。图 8-1 显示了货币波动的日趋停滞。

这一切可不是在真空环境下发生的。低利率削弱了日元，日本人很难再进行储蓄。这就为国际交易商进入日本外汇市场创造了机会，形成了日后所谓的"日元套利交易"。全球泡沫最具争议、可见性也最低的一个方面，大概就要算它了。"Carry"㊀是交易员的行话，指持有证券的成本。举例来说，持有金条成本极高，因为金条的存储非常昂贵。但借入日元却几乎不花钱，从 20 世纪 90 年代后期开始，其成本仅为日本账户收取的最低利率。

高利率往往能增强货币的地位。举例来说，若英国提高利率而美国否之，便会把资金从美元吸引到英镑，因为英镑成了放置货币更具吸引力的地方。这样的资金流动，能让英镑变得强势。反过来说，低利率容易让货币持续疲软，这就为进行大规模"套利交易"创造了可能性——借入日元，把这些钱投入利率高的货币当中，赚取利差。倘若日元并不突然加息，提高还贷成本，它就是能投到其他机会的"容易"钱。

市场"自圆其说"的本性也发挥了一定的作用。进行套利交易的投资者越多，这场赌博的赢面就越大，因为他们让资金流出日本，削弱了日元。但倘若波动性加剧，或投资者感到紧张，他们便会带着利润撤出套利

㊀ 套利交易的英文为"Carry Trade"。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

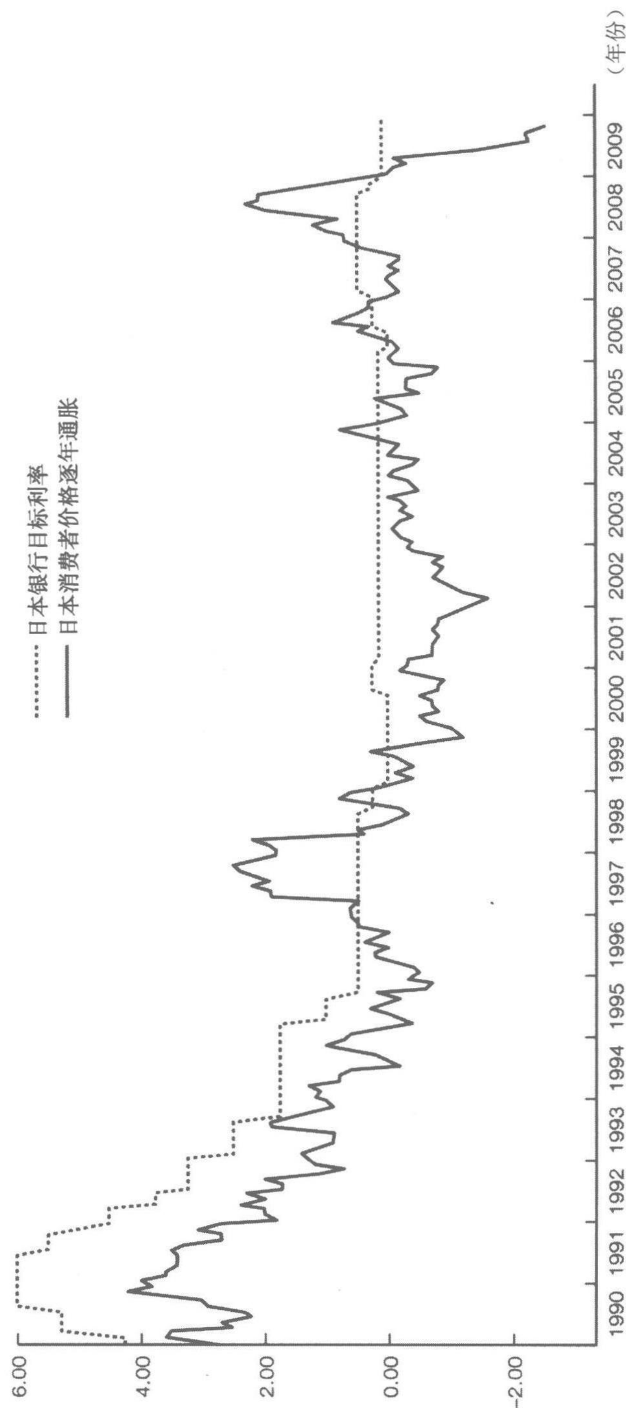


图 8-1　崩盘之后：便宜钱和通货紧缩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易，在此过程中强化日元地位。尽管这种交易大多数时候都运作无忧，但用它来筹集资金是很危险的，波动性增强的风险能打乱交易员的一切算计。这就意味着，在日本委靡不振的年月里，其货币的波动和该国经济的现实情况没有关系，而是与各国交易者的“动物精神”息息相关。

到底是谁在进行这种套利交易？人们至今仍争论不休，尚没办法准确地统计。候选人之一是“渡边夫人”（这是典型日本散户投资者的绰号）。他能让国内银行账户或本地股票市场上一个子儿也不留，也可以靠投资异地，从人为掉价的货币上赚钱。将积蓄托管到外国的日本投资者越多，日元的走势就越弱。日元走弱本身能让“渡边夫人”变得更富有，从而鼓励她的朋友们如法炮制。市场上出现了新类型的储蓄产品，名叫“Uridashi”债券[⊖]，它为日本投资者提供以新西兰元、澳元或南非兰特结算的回报——这些货币的利息比日元高得多。

但套利的可不止“渡边夫人”。国际贸易商也通过套利交易赚钱。通过以下事实便可看出这一点：一旦全球对风险的胃口发生变化，几分钟之内，日元便会冲上高位——如此快的速度，远非“渡边夫人”能力所及。此外，未来10年，受其他经济大国利率下跌的推动，套利交易扩大到诸如美元和瑞士法郎等货币上，这也跟“渡边夫人”无关。

2001年“9·11”恐怖袭击之后，美联储降息，国际清算银行（BIS）发现，许多交易商开始借入美元进行套利交易。[3] 另一种低利率货币瑞士法郎，也出现了同样的现象。刚刚走出铁幕的匈牙利人大多选择以瑞士法郎计价的抵押贷款。他们不光能得到低利息，还能到别处去投资；但要是匈牙利本国货币福林降息，他们就大难临头了。2007年1月之前的18个月里，匈牙利借入了大约32.5亿瑞士法郎（当时相当于26亿美元）的住

⊖ Uridashi 是日语“卖出”之发音。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房抵押贷款，该国的瑞士法郎贷款总额占了同一时期该国国内生产总值的7.5%。[4] 套利交易的目标货币明显增多。根据国际清算银行的统计，澳元的流动量在 2001 ～ 2004 年间提高了 150%。这一时期，澳元利率上涨，美元利率下跌，故此澳元大幅获利。再加上在线技术的推动，套利交易越来越频繁，在这些市场进行交易也越来越容易了。

故此，日本泡沫破灭改变了巨额资金的流动方向。这些资金在新兴市场找到了巢穴，它们吹涨当地的泡沫，又为全世界提供了廉价但不稳定的资金源，从而有助于加剧超级泡沫的同步化。随着套利交易的普及，一些国家的货币受到高估，另一些又受到低估，世界经济及全球贸易的条件遭到扭曲。如图 8-2 所示，在 2003 ～ 2009 年间，澳元对日元汇率的套利交易，几乎和美国标准普尔 500 股票指数完美对应——这个怪异的结果说明，两个市场的定价都是无效的。

历史并未终结于 1990 年。日元套利交易也并非交易者在后金本位世界通过外汇赚钱的唯一例子。随着 20 世纪 90 年代的向前推进，外汇变成了一种独立的资产类别。

小 结

- 多亏了新兴市场和套利交易的出现，全球的投资者享受到了日本的低利率，日本这一轮的泡沫破裂并未导致类似其他地方那样的危机。
- 投机套利交易为投机创造了额外的资金，使得日元价值和美元及股市紧密相联。这是把赌注押在了低波动性上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

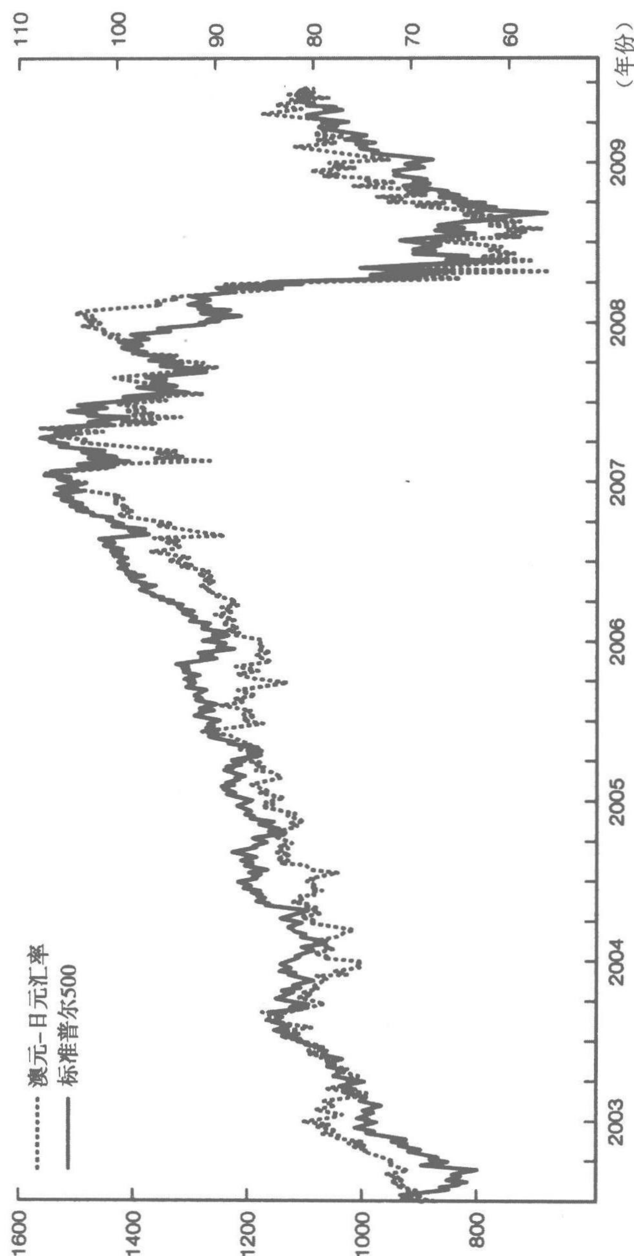


图 8-2 怪异的联系：美国股市和套利交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章

外 汇

1992年9月16日：乔治·索罗斯击溃英格兰银行

今天是极为艰难和动荡的一天。

——英国财政大臣诺曼·拉蒙特（Norman Lamont），
1992年9月16日，星期三

理论上，外汇是一系列不创造价值的零和博弈。但20世纪90年代的一连串货币政策调整，使投资者把它看成了一种独立的资产类别。股票和债券投资者转入货币市场，汇率开始与股市同步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1992 年 9 月 16 日，星期三，伦敦金融城刚一开市，就传来了戏剧性的消息。当时尚未从政府独立出去的英格兰银行，将基准利率提高了两个百分点，从 10% 变为 12%。一天之内，汇率就出现了波动，从而确凿无疑地证明，设定汇率的是市场而非政府，它还说服了许多主流投资者进入外汇市场——这个决定，让市场运动变得越发一致。

大多数英国房主都负担着利率可变的贷款，而当时的房地产交易又处在低迷状态。银行调息意味着每月的按揭贷款无端地涨了 20%，它还暗示着政府态度坚决地要捍卫英镑的价值。英镑加入欧洲货币体系汇率机制已有两年，该机制的目的为了将欧洲主要货币的交易维持在一个较宽的浮动范围内。利率大幅上升是维持英镑价值的一个办法。

但英镑继续往下跌。

下午，抽空去城里吃了个午饭的金融家们回到办公室，发现银行再度提高了利率，这一回提高了 3 个百分点，达到 15%。政府捍卫英镑的态度之坚决，竟然不惜在一天之内将房主的借贷成本提高 50%。没人敢相信自己的眼睛。英镑持续下跌，连财政部动用外汇储备购入英镑也挡不住它的跌势。

当晚，首相诺曼·拉蒙特宣布“暂停”英镑参与汇率机制。它再也没有重新加入。几个小时之内，英镑与美元的汇率跌了约 10%，第二天，拉蒙特将英镑利率降回 9%。

这一事件在英国的政治历史上被称为“黑色星期三”，此后十多年，保守党再也没能上台执政。全球投资者则更想弄清楚这究竟是怎么一回事。当月晚些时候，伦敦《泰晤士报》采访了国际大投资家乔治·索罗斯。索罗斯承认自己的基金在英镑下跌中赚了 9.5 亿美元。此外，在围绕货币汇率机制产生的混乱中，他还靠对赌其他货币赚了与此差不多的钱。[1]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯研究了经济形势，认为英镑保不住兑换德国马克的必要浮动范围。英国经济在衰退，而他并不认为德国会出手帮忙，降低利率。他进而判断，任何跟英镑对赌的行动，都能带出一股压倒性的力量，这样一来，只要他出手，一定会成功，谁也挡不住。

索罗斯告诉《泰晤士报》，他提前跟数十家银行谈判了信贷额度，押了100亿美元的注。他把银行提高利率到12%视为英镑即将崩盘的信号，于是借入了最大额度的英镑，全用来买了马克，这逼得英镑往下降。等英镑跌了10%，索罗斯又用马克买回英镑，由此赚了10%的利润。

在英国人耳朵里，这些细节让索罗斯听起来像是007电影里的恶棍。可对投资者而言，这意味着他们发现了外汇里有机可乘。说不定，外汇也可以变成一种独立的资产类别。

反对这种看法的意见其实很有说服力。外汇与股票及债券不同，不能随时间的推移而上涨。每一轮外汇交易都有赢家也有输家。如果你卖美元买入欧元，欧元赚钱了，那么你赢了；反过来说，买了你的美元的人就亏了，而且亏掉的数目正跟你赚到的一样。从这个意义上讲，每一轮外汇交易都是“零和博弈”，不同交易员输赢的总和总是为零。倘若企业盈利，那么股份的总价值会逐年上涨。而外汇市场每年产生的价值总和，理论上是零。布雷顿森林体系还起作用的时候，汇率与黄金挂钩，可供利用的机会非常有限。

但现实却远为复杂。外汇是规模最大、流动性也最大的市场。每天，约有3.2万亿美元在各国货币里游走。这些赌注里有好些都不是投资者下的。相反，它们是游客或者收到外币款项的进出口商放在那儿的。这些人一般是出于必要才这么做，并不想预测外汇市场的走势。故此，外汇是一系列的零和博弈，许多参与博弈的竞争者并不打算赢，或者是明知自己很可能会输的时候也得无奈上阵。这样一来，外汇显得有点像是一个有趣的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资机会了。

20 世纪 90 年代，外汇跟股票不相关，也是一项优势：它提供了分散风险的机会。而布雷顿森林体系的结束，创造出了其他机会。1972 年，芝加哥商品交易所开始交易外汇期货合约。公司可以靠它为将来的交易固定汇率，有助于规避风险——但这同时也使得投机者更容易直接拿汇率的未来波动下赌注。

于是，基金和大型投资机构开始专门投入资金从事外汇交易。索罗斯的冒险确定了一点：一旦投资者决定和人为设置的汇率对着干，后者是根本坚持不了的。这以后，政府的干预加大了外汇投机的可能性。货币必然会实现真正的自由浮动，在此过程中，也为外汇投机创造了更多有趣的机会。

1994 年，另一联系汇率在压力下屈服了。这一次，它来自我们之前熟悉的一位受害者——墨西哥，原因仍然是之前引发欠发达国家危机和日本危机的无情市场动力。新兴市场繁荣期间，资金涌入墨西哥。该国银行刚刚进行过新一轮的私有化，沉湎于病态的贷款狂欢里。接下来，1987 年从保罗·沃尔克手里接管了美联储的艾伦·格林斯潘决定打压一下自 1990 年以来重整旗鼓的市场。他调高利率，让债券投资者遭受了重大损失。

这也伤害了墨西哥，因为较高的利率推动美元上涨。1994 年早些时候，墨西哥刚经历了萨帕塔起义（Zapatista Rebellion），一位总统候选人遭到暗杀。这一回，它又试图将比索维持在官方汇率上，外汇储备耗得飞快，国家信誉尽失。12 月，总统埃内斯托·塞迪略（Ernesto Zedillo）率新政府上台。因为毫无可能在国际市场重建信誉，政府决定扩大比索兑换美元的浮动范围。

但 12 月 20 日新财政部长杰米·塞拉·普彻（Jaime Serra Puche）宣布允许比索贬值 15% 的消息引发了市场风暴。两天后，他被迫放手让比索

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自由浮动，又过了 2 天，比索跌了 50% 多。倒霉的塞拉·普彻上任不到一个月就无奈辞了职。

这起事件发生前，比索本身的价值只是略微有些高估罢了。但事实证明，尽管表面上看它是蓄意的投机性攻击，其实却完全出于偶然。1994 年年初，墨西哥政府开始向外国人发行可以用比索付款但以美元计价（也即面值是美元）的债券，名为“tesobonos”。对外资银行而言，如果比索疲软，要持有固定美元面值的此种债券，它们偿付的比索数目就会越来越高。这就打消了它们对比索贬值的担忧，只可惜，它同时又带来了墨西哥增发比索的风险。

监管机构不知道的是，160 亿“tesobonos”债券几乎是一发行出来就交换回了墨西哥银行，它们保证向美国银行支付跟持有美元相当的利息。如果墨西哥不出现货币危机，墨西哥银行的如意算盘就不会落空，因为债券的利息远远高于美元利息。可一旦比索开始下跌，它们欠美国银行的钱就越来越多，要拿自己的钱出来填亏空。为了还钱，墨西哥银行不得不卖掉比索买进美元，逼得比索进一步下跌。[2]

看似会给纽约的银行们带来大问题的贬值，实则却给墨西哥城的银行带来了大问题。到危机结束的时候，墨西哥的银行有半数毁于一旦，信贷系统有 90% 落到了外国手里，“龙舌兰危机”（Tequila Crisis）席卷了整个拉丁美洲。

这一事件表明，市场的相互关联已经达到了怎样的程度。美国提高利率会给其他地方造成很大影响，而当代的国际资金流动又让人很难判断这些影响到底会出现在哪些地方。它还加剧了机构竞相投资外汇。龙舌兰危机暴露出了国际市场的邪恶一面，可任何一个押注比索（以及其股票和债券投资）会跌的人，都会觉得挺舒服。

把外汇当成一类资产进行投资的活动，在随后的几年里达到巅峰，直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接导致了2007年的危机。据国际清算银行估计，2007年的日外汇总成交额平均达到了3.2万亿美元，是1992年索罗斯攻击英镑期间的4倍。[3]其中40%来自非银行的金融机构，多为把外汇当成资产进行投资的基金。10年前，这类交易只占外汇总交易量的20%。故此，外汇交易的规模变得日益庞大，大部分的新增交易都来自把外汇当成资产进行投资的新投资者。

这是一股强大的市场同步力量。举例来说，一位基金经理看好巴西的经济增长前景，就购买了巴西货币（雷亚尔）和巴西股票。这两项活动抬高了雷亚尔，鼓励更多的投资者参与进来。故此，国际投资者的情绪一低迷，世界许多地方就特别容易受伤害，但对他们来说有一点可谓幸运，美国投资者的情绪从来都处于一种不理性的高亢状态。

小 结

- 外汇现在成了一种市场博弈，产生了和股市相同的从众倾向。
- 由于市场里许多交易员并不以赚取利润为目的，外汇投资成了有利可图的投资策略。但在实践中，它放大了受股票和商品推动的资金流。
- 只要外汇继续跟股票保持联系，大多数投资者不应该把它视为独立的投资项目进行操作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章

无理性的亢奋

1996年12月5日，格林斯潘对非理性繁荣提出警告——基金继续疯涨

当非理性繁荣使得资产过分升值，而后又遭受意外的长期收缩，就像日本10年前发生的那样，我们要怎样才能知道呢？

——艾伦·格林斯潘，1996年12月5日

“婴儿潮一代”蜂拥冲进共同基金，抬高了股票价格，促使基金经理一窝蜂地追捧热门股票。1997年的亚洲金融危机表明，热门股票已经成了全世界投资者最后的避难所。在此推动下，中国和亚洲其他国家建立了美元储备。这降低了美国利率，带来了更多的泡沫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

央行信誉可靠的时候，可以轻松推动市场。只要带着假设的口吻提个问题就够了。1996 年 12 月 6 日，艾伦·格林斯潘提出本章开头的那个问题，一切就那么发生了。这句话深深地埋在一篇又长又夸张的演讲里，而且他没有给出答案，但光是他提出这么一个问题，就足以引发惊骇了。这意味着资产价格水平令他担心，他可能会提高利率，以防止泡沫形成。他挑衅地将美国与日本相比，传播他的信息。

短短几个小时，欧洲股市跌了 4% 还多，是好几年里跌势最猛的一回。[1] 格林斯潘铁了心要动真格了。

几个月后，由于美国股市再次创下新高，格林斯潘便通过提高贷款利率，成功地为美国股市“修正了”10%。但股市并未长久保持低迷，很快又升了回去。格林斯潘正确地诊断这种情况来自经济的深层繁荣，但又认为它的根源并不理性。到 1996 年，战后“婴儿潮一代”年满 50 岁了，退休迫在眉睫，他们需要巩固自己的积蓄。除了 1982 年沃尔克进行控制性通货膨胀的日子，股票每年都在涨，毫不出奇，“婴儿潮一代”觉得投资股市最保险。

20 世纪 70 年代《员工退休收入保障法》(ERISA) 进行养老金改革，将决定怎样投资的义务，从家长式的养老基金（保证员工获得最终薪资的固定比例作为养老金）转移到了个人手里。机构要对债券保持相对保守的资金分配。但个人从此有权在相当大的基金范围内进行选择——从美国股票扩大到国际股票。很多人都想弥补过去没能早点储蓄的缺憾，于是蜂拥进了股市。如果碰上抛售，所有人似乎都相信“抄底买进”挺聪明。

那时，互联网技术刚刚兴起，入市交易变得容易了许多。小投资者轻轻点一下鼠标，就能把钱换成基金，或是实现基金之间的互换。一般来说，哪儿有利润，他们就把钱放到哪儿去。1997 年的第 9 个月，就在格林斯潘做了非理性繁荣演讲后，散户就往共同基金里投入了 1770 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受此帮助，投资制度化正式完成，基金持有价值2.4万亿美元的股票，较之1987年10月“黑色星期一”崩盘时增加了10倍。事实上，基金经理们越来越为朝自己手里涌来的钱感到担忧，要想明智投资变得愈发困难了。

约翰·博格的先锋基金卖得比其他基金都要好，但该公司并不高兴。“我们非常担心，”1997年年初销售额创下纪录之后，公司的一位发言人说。“我们真的想挡一挡这股势头，因为我们害怕它只会增加股市这辆大篷车的动力，导致更多的人想跳上车来。但你绝不会想要登上一辆超速行驶的大篷车。”[2]

时任股票交易重要监管机构——美国证券交易委员会负责人的亚瑟·莱维特也敲响了警钟。“投资者掌握的信息不足，”他说，“这一点尤其令人不安，因为绝大部分新入市的投资者都只经历过牛市。我担心到了低迷时期，不理解风险的投资者或许会做出草率反应，让自己和我们的市场付出巨大的代价。”换句话说，匆匆忙忙进入股市的钱说不定会在麻烦刚露出第一次征兆时又匆匆忙忙地撤出股市。

当年10月27日，非理性繁荣遭遇了一轮大考验。考验的根源来自地球另一面，东南亚“小虎们”碰上了经济危机。本国泡沫破灭后，日本公司开始向近邻投资。西方投资者也一样。20世纪90年代的前5年，该地区飞速发展的前沿——泰国、马来西亚和印度尼西亚的股票价格涨了300%～500%。[3]

该地区无法动用这笔钱。爆炸性增长的时期差不多到头了，利润陷入停滞。1996年，在该地区的领头羊韩国，30家最大的企业集团里有一半都出现了亏损。[4]人们没有寻找可持续的利润源头，反而把资金投到了房地产上，造成房价泡沫。一旦房价开始回落，资助炒房的银行就遭受了沉重的损失。等国际投资者意识到泰国银行有麻烦了以后，外国资本立刻出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现逆流。

随着投资者撤出资金，该地区高估的汇率受到攻击，潜在的弱点便暴露出来。本国货币一跌，还债成本（其债务多以美元计价）很快高得难以承受。在这种情况下，倘若政府持有大量的外币储备，只能出手防御，卖出外币以抬高本国货币。没有外币储备的政府，则被迫将本国货币贬值（最先这么做的是泰国，其次是马来西亚、印度尼西亚，接着是韩国），并偿还天价的美元债务。

随着亚洲“传染病”蔓延到整个环太平洋地区，西方市场紧张地固守阵地，但它不可能维持得了多久。当年 10 月 27 日，该地区最大的金融中心、货币与美元实行汇率捆绑的香港，举手投降了。它的股票下跌了 7%，挑拨得纽约和伦敦也展开了大清算。

那天很早就出现了抛售，随着时间的推移，抛售愈演愈烈。华尔街午餐时间过后不久，道琼斯工业指数跌了 350 点，第一次触发了纽约证券交易所在 10 年前黑色星期一后采用的“断路器”规则。该规则要求交易暂停 30 分钟，原本是希望所有人在此期间冷静下来。不料适得其反，交易中止让交易员惊慌失措，一等交易恢复就迫不及待地按下了“卖出”键。短短几分钟，道琼斯指数下降了 200 点，“断路器”规则逼得交易所提前一小时收盘。这一天，成了 10 年来美国股市最糟糕的一天。如果抛售持续到第二天，并进而兵败如山倒，一场真正的全球性金融灾难就来临了。那天晚上，华尔街人忧心忡忡：新进的散户投资大军会做出怎样的反应呢？他们也会抛售吗？

华尔街人的担心成了多余。小投资者已经在买进了，他们通过美国最大的折扣经纪商嘉信理财，当夜就下了买进股票的订单：买进订单和抛出订单的比例居然是 3∶1——哪怕听说纽约出事后，亚洲和欧洲股市都出现了抛售。等次日正式开盘，买进的订单越来越多，嘉信理财平台的总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易容量竟然达到了平均值的 3 倍。所有的大型互助基金都出现了相同的情况。[5]

纽约交易大厅里，交易员们意识到小投资者的购买力居然抬高了股价，恐慌便让位给了一种类似陶醉狂喜的东西。他们也参与了进来。那天，道琼斯指数从底部反弹了近 5%，成了历史上最好的日子之一。小投资者来救援啦，亚瑟 · 莱维特最大的担心并未变成现实。

过度自信是任何一轮泡沫的重要组成成分，它逐渐拉出了另一个缺口。嘉信理财着急给客户们测量"温度"，在星期二调查了 500 名下单的访客。足足有 92% 的人声称自己预料市场会进行修正（从而带出了他们为什么不提前售出的问题），同时，也有 81% 的人打算"在更低的价格买入"。投资者们似乎信心百倍，认为从长远看来，股票会上涨，而且只涨不跌，市场又是这些投资者推动的，于是，股票不涨也不行了。在这样的环境下，根本不可能为资产设定理性价值。

这给机构行为造成了阴险的影响。"职业风险"淹没了所有其他的考量。从逻辑上讲，此时的明智做法是投资"价值"股（也就是相较于其资产负债表上的资产价值，看起来较"便宜"的股票），而不是随大流跟风。但要是基金经理想要保住自己的职业，就只能反其道而行，这又进一步放大了客户的过度自信。价值型投资者丢了饭碗，主流基金经理蜂拥追捧热门股。

繁荣也为政客们带来了"职业风险"。共同基金的总资产如今比银行还多，而且透明得可怕。要是股市暴跌，储户（也就是选民）立刻就能知道。政客们本来就不喜欢加息，因为它让人们难以借款，可现在，他们找到了不去摧垮股市的新动机。

美国的"婴儿潮一代"成了世界投资者最后的避难所。归根结底，是他们的钱先带动了亚洲"小虎们"的经济，而后又拖垮了它们；也是出于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的意愿，更多的资金涌入市场，限制了亚洲货币危机。

在亚洲，人们有着不同的感觉，政客们也有动机采取一种虚增全球资产泡沫的方式行事。经济危机过后，亚洲各国忍受了多年的缓慢增长。这些国家下定决心将来要捍卫自己的货币，于是买进了美元。它们并未将自己的货币和美元挂钩（这只能邀来投机），而是允许货币浮动，同时经营期庞大的美元计价资产，多为美国财政部或“两房”（房地美、房利美）发行的债券。一旦本国货币再遭供给，便可将之售出。亚洲各国购买美国债券，压低了自家收益，却帮美国人降了利息。在信贷泡沫的最后阶段，这无异于火上浇油。

各个国家的相互联系如今比从前更加强劲且致命。到 20 世纪 90 年代末，渐渐老去的“婴儿潮一代”聚在一起，造就了一个全新的制度化投资产业，也使得股市根本不能倒下去。

小　结

- 各个国家的相互联系如今比从前更加强劲且致命。到 20 世纪 90 年代末，渐渐老去的“婴儿潮一代”聚在一起，造就了一个全新的制度化投资产业，也使得股市根本不能倒下去。
- 它帮助世界避免了 1997 年亚洲金融危机带来的严重影响，但这次危机也留下了持久的后果：亚洲各国政府买入美元，拉低了美国的借贷利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章

大得不能倒的银行

1998年4月6日，花旗银行和旅行者集团合并，组建了花旗集团

任何一个傻瓜都能把事情变得更大、更复杂、更激烈。可要想让事情朝着相反的方向发展，却很需要些天才——外加一大把的勇气。

——阿尔伯特·爱因斯坦

许多银行靠着全球大型并购变得“规模太大不能倒”，因为它们对经济太过重要，政府没法放手叫它们垮掉。这带来了“道德风险”，因为不怕失败，它们没什么规避风险的积极性。随后的调控规定又进一步给了银行投机的动力。因为是真正的全球性机构，它们的影响遍及全世界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那是一个邪恶的“神圣周”[⊖]。1998 年 4 月 5 日，圣枝主日（复活节前的星期日），律师们对一起彻底改变金融世界的合并案踢出了临门一脚。很久以来就已经走上了国际化道路的花旗银行，即将和旅行者金融服务集团（Travelers Group，由企业家桑迪·威尔创办，旗下拥有大型投资银行、消费信贷公司和一家保险公司）合并。这笔大买卖标志着政府彻底放弃了大萧条后对银行严格监管的做法，为银行安然自由发展创造了氛围。

威尔和他在花旗集团的合作伙伴约翰·里德（John Reed）公布了这笔交易，为新的实体匆匆拼凑出名字和标志：“旅行者”的伞形标志上顶着“花旗集团”四个字。这家金融机构拥有总资产近 7000 亿美元，这个数比当时除去七大国之外的全球国内生产总值还高，其规模之大超乎此前世人的想象。但引起轰动的可不光是新花旗集团的规模，它的构成根本就不合法度。

根据 1934 年生效的《格拉斯—斯蒂格尔法案》（*Glass-Steagall Act*，也称为《1933 年银行法》），一家接受存款的商业银行不得同时开展保险或投资业务。可现在，花旗银行两者都做了。银行家们本来就在想方设法地规避《格拉斯—斯蒂格尔法案》，监管机构还经常帮他们找空子。它似乎过时了，让美国落在世界其他地区的后面了。例如，在欧洲，“银行保险”（bancassurance）很常见，即大银行为客户提供一站式服务，卖保险给他们。威尔似乎自信满满地认为这下可以一劳永逸地废掉《格拉斯—斯蒂格尔法案》了。

换一种政治环境，威尔的自信恐怕就是狂妄托大了，但在 20 世纪 90 年代末，没有哪个政客想挡股市的道。国会里的共和党人很快讨论通过了总统比尔·克林顿提出的一项草案（几个月前，他们才刚刚想要弹劾克林

⊖ 指复活节前一个星期。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顿），几条软弱无力的指引方针取代了《格拉斯—斯蒂格尔法案》的核心规定，威尔和总统一起出席了签署仪式。

在那个周末，两家规模更庞大的银行孵化了出来。一家总部设在北卡罗来纳州夏洛特市的地区银行——“国民银行”（NationsBank），以666亿美元的价格收购了加利福尼亚的大银行“美洲银行”（BankAmerica）及其全球业务；中西部实力最大的老牌银行“第一芝加哥国民银行”（First Chicago NBD）则把自己卖给了“第一银行”（Bank One）。这些交易表明，大萧条后的银行结构宣告终结。几十年来，美国的银行都不得在本州之外的地方开展业务，故此整个行业呈诸侯割据状态。20世纪80年代，全美共有15 000多家银行，其中好些都只开了一家分行。即便在大规模合并后，仍有9000多家银行。同一时期的英国只有212家银行，加拿大仅为53家（这两个国家在许多方面都颇为类似）。如果美国的银行体系想变得像英国那么集中，最多只会有1000多家银行；如果想达到像加拿大那样的集中局面，则仅会有500家。依靠计算机的帮助，大银行能创造规模经济，银行家们认为这能让它们更好地为客户提供价值。

但银行的规模又引出了经济学家所说的“道德风险”。银行监管的最根本出发点，是出于人们对资本主义制度下银行合并行动的忧心：如果银行承担了太多的风险，那就必须面对倒闭的可能性。可要是银行大到了一定程度，倒闭就会给经济造成极大的损害，国家难以允许此种情况的发生。这种情况发生后还没有硬性解决措施，但你一看到它就什么都明白了：新的“美洲银行”就是这样，它庞大到了不能倒的地步。一旦银行知道自己倒不得，就没有动力回避额外风险了，这就是道德风险。

故此，那个邪恶的神圣周迫使美国政府做出了灾难性决定，银行很快得到了它们想要的东西。随后几个月里，上述两起大型合并案，还有其他几起，都顺利完成了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不光只有美国银行感受到了合并的冲动。欧洲银行也变得更大了，还在美国找到了立足之地。《格拉斯—斯蒂格尔法案》废除后，它们可以让华尔街的经纪人忙个马不停蹄了，2000 年，瑞士联合银行（UBS）买下普惠投资银行（Paine Webber）时就是这样。由于华尔街对它们如此重要，美国成了全世界所有规模最大银行的实际监管者。这一点在以下事实中显露无遗：美国监管机构阻止了两家瑞士银行巨头——瑞士联合银行和瑞士银行（Swiss Bankin Corporation）的合并，因为发现它们迄今仍持有“二战”前大屠杀受害者的存款。[1]

此前，美国保守的银行法规在长达半个多世纪的时间里，避免了银行“大得不能倒”的局面，欧洲则已经出现了这个问题。美国法规的最终放宽，加剧了同类状况。到 2007 年危机袭来之时，美国银行的总资产大致和国内生产总值相当。有着全世界最夸张金融体系的冰岛，银行资产是经济规模的 8.9 倍，瑞士为 7.8 倍。英国的银行资产是经济规模的 5 倍，法国是 4 倍，连德国也接近 3 倍。在这些地区，大银行往往是民族自豪感和收入的源头，它们的发展历来得到了政府的鼓励。[2] 美国保守的制度对这种过激状况有所抑制，但此刻的欧洲银行不光大得不能倒，而且大到了连自己的政府也救不了的地步。

另一种趋势也快达到顶峰了。以前，投资银行不光独立于商业银行，而且是靠合伙制度来经营的。资深银行家为这些大交易作决定，既可从利润中抽成，也要为亏损承担责任。这对他们头脑里的恐惧心和贪婪心起到了制衡作用：一旦出现破产，他们从前得到的好处就荡然无存了。

但从 20 世纪 70 年代开始，华尔街的合伙制度决定随投奔市场的怀抱。大西洋彼岸，伦敦的许多老牌投资银行和经纪公司在 1986 年伦敦金融城的“大爆炸”期间，被最大的公众银行纳入麾下，销声匿迹。

依靠奖金制度，银行家仍然有赚取利润的动力。可银行破产，他们无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须再交出已经得到的好处。股东们亦然。只要在华尔街上好好奋斗几年，银行家很容易就能过上好日子，这大大降低了他们算盘里的恐惧心，助长了贪欲。

1999 年 5 月，花旗集团合并案后一年，华尔街最负盛名也最为成功的投资银行高盛最终上市。这家公司曾经有过长达 130 年的宝贵合伙经营文化，但现在，它可以从股东手里筹钱了。上市让当时高盛的当家合伙人瞬间暴富，10 年后危机袭来，有几个人扮演了关键角色。按高盛当时的股价，时任 CEO 的汉克·保尔森（Hank Paulson）立刻有了价值 2.06 亿美元的身价。[3]

2004 年，放任的银行监管机构很快做出了一个合乎逻辑的决定，这就是《新巴塞尔协议》（*Basel II Accord*，以国际清算银行总部所在的瑞士城市为名）。国际清算银行是其他中央银行的"中央银行"，它向有需要的央行贷款，协调各国银行法规。《新巴塞尔协议》让美国和欧洲的大银行得偿所愿。

监管机构的主要任务之一是规定银行必须投入多少资本金。它们拥有的资本金越多，也就越能承受不良贷款和交易造成的亏损。银行可以认为自己正在从事低风险活动，可要是监管机构不这么看，就可以要求银行提高准备金额度。在《新巴塞尔协议》中，尽管银行已经大得不能倒，监管机构仍将大部分的风险评估权下放到了银行自己手里。对抵押贷款证券或最高信用评级为 AAA 的证券，它规定的准备金太低，使得银行蜂拥购买抵押贷款证券，不知不觉中为此后的金融危机酿下了苦酒。[4]

由此而来的错误后果是诸如穆迪、标普和惠誉（Moody's, Standard & Poor's）等评级机构获得了巨大的影响力。债券发行前，这些机构要为之评级。奥妙就在于说服这些机构，让它们将债券评为 AAA 级。《新巴塞尔协议》规定，一旦债券从 AAA 降级，哪怕债券本身并未出现违约问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题，银行也要拿出更多的准备金。

较之 20 世纪 50 年代，银行业完全变了样。投资银行家们不再拿自己的钱押注了，他们拿的是别人的钱。不管商业银行家在商业票据市场、抵押贷款证券化和货币市场基金上做出了什么样的决定，后果都跟他们没关系了。基本上跟主要指数挂钩的共同基金，取代了银行家早先分配资本的任务。但是，尽管许多大银行的业务已经没有了存款保险的依托，它们在经营中仍然做出一副有政府保护的样子。

从经济合理性的角度看，商业银行丢了生意，会损兵折将，关门大吉。可在人类本性的驱使下，高管们另有一套做法。动用无息账户的存款就是个很好的例子：从银行的角度来看，这相当于客户免费借钱给你。《格拉斯—斯蒂格尔法案》被废除后，把这些钱挪到证券市场上就更方便了。

当时，没几个人敲警钟，但华尔街经济学家亨利·考夫曼（Henry Kaufman，俗称“末日博士”，因为 20 世纪 70 年代，他成功预言了高利率局面）试过搅局。以现在听来像是先知般的言语，他警告道：要“越来越多地像公共事业机构那样对待”新成立的巨型银行，不能再把它们看成是私营企业了。[5]

在他看来，管理“新型怪兽级银行金融机构”和“美国金融泡沫破灭”之后的问题，对美国的繁荣构成了潜在威胁。那以后的几年，花旗银行和其他大银行确实显得规模太大，复杂得难于管理。但他又辩称，共同基金里的钱为央行创造了“默许资产价格上涨，同时采取政治措施阻止、限制资产价格下降”的政治责任。没过几个月，他的预言就成了真，道德风险攀上了危险的新高度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小 结

- 兼并以及大萧条后管制条例的废除，造就了一群庞大而复杂、任何政府都不可能允许它们破产的国际银行。
- 这引发了道德风险——你知道事情出了岔子有人保护，反倒会冒更大的风险。
- 传统业务的流失、新的国际准备金规则，让银行有了扩张到高风险新市场的额外动力。其中最突出的就是次级抵押贷款市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章

对冲基金

1998年9月：长期资本管理公司覆亡

请注意金融机构想要显示短期利润有多么容易：只要冒险就行。

——哥伦比亚大学戴维·贝姆（David Beim）和查尔斯·卡洛米利斯（Charles Calomiris）

监管松散的对冲基金有许多优势：它们在市场之间来去自如，股价上涨下跌都能赚钱，还可以用借来的钱增加回报。1998年9月长期资本管理公司（Long-Term Capital Management）覆亡一事表明，对冲基金迫使市场采取一致行动；拯救行动则火上浇油，带来更多的道德风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果从逻辑上看，银行是注定要走向衰落的，那么对冲基金的崛起也符合同样的逻辑。长期资本管理公司是规模最大、最雄心勃勃的对冲基金，但它同时也是对冲基金模式存在危险的最佳范例。它在 1998 年的垮台，使得创始人（包括两位得过诺贝尔奖的经济学家）损失了 19 亿美元的个人财富[1]，造成“二战”后世界上最大的金融危机。除了本身的戏剧性，这件事充分表明对冲基金有力量驱动市场采取一致行动。为应对其濒临倒闭的局面，政府采取了宽松的货币政策，但此举招来的苦果 10 年后仍然余音未断。

“对冲基金”是个宽泛的说法。凡是不符合“投资要以一般公众为目标”（如共同基金）这一监管限制的基金，从技术上讲都是对冲基金。对应这种宽松待遇的条件是，它们不得打广告，只能从非常富裕、有钱输得起的人（一般指至少有 100 万美元闲钱）那里筹措资金。对冲基金的优势很大——可以对所持股票保密，可以收取更多的费用，可以用借来的钱下注，可以卖空。

和共同基金一样，对冲基金的收费结构造就了乖张的激励机制。标准模式在业内被称为“2+20”：基金经理每年能得到管理资产的 2%，外加当年赚取利润的 20%。具体的数字各家公司有所不同，绩效报酬（performance fee，即上文的“20%”）往往只在基金打败了某个预先确定的阈值之后才兑现，可它仍然造就了激励举措的不对称。如果你在某年赚了大钱，那你能把一大块利润装进自己兜里；如果某年你亏损了一大笔，2% 的管理费你也能照样留着。这便是一种道德风险。激励机制让基金经理敢于冒巨大的风险，换取至少可以维持到当年年底的良好业绩。所以，如果对冲基金经理能够抓住一种趋势，他们会希望这种趋势持续得尽量长（或者，如有可能，把定价过高的市场变成泡沫）。他们手里有工具，能帮忙实现这一目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖空是基金的重要武器，这是一种趁着股价下跌赚钱（从而也招来了很多嫌恶）的手法。基金借来股票（一般是从必须持有该股的大型指数基金那里借，这样的话，该大型指数基金也能靠着放贷赚取利息），把它卖掉。要是股票价格下跌，空头可以把它买回来，把股票还给持有人，价差落入空头囊中。股价下跌也能赚钱有助于管理风险，但同时也造成了新的风险。卖空的收益有限，最多不过100%，潜在的亏空却没有上限。以10美元买进股票，你最多能赚10美元（假设它倒闭的话）。可要是股价不跌反涨，你亏空的数额是没尽头的。这就是为什么监管机构要设置各种障碍，阻止主流企业卖空的原因。

借来的钱，或者说杠杆，是最重要的武器，它使得基金能够让回报数倍翻番。举个简单的例子，用你自己的钱投资100美元买入某股票，股票涨到110美元，你赚了10%。用自己的钱投资100美元，再用借来的钱投资900美元（总投资额变成1 000美元），你能赚到100美元。你自己的钱翻番了（当然了，你要向借款人支付一定的利息）。可要是你的投资出错，问题就来了。如果股票跌了10%，你自己的钱就亏完了，而你仍然要支付利息。

所以，杠杆最好是用到有极高概率赚一笔小钱的交易上。此时，杠杆把一笔本来不值得做的交易变得值得做了。在追逐趋势的过程中，对冲基金的另一项关键工作是发现价差，利用杠杆（借来的钱）来攻击它们。这本来可以是一种让市场变得更为有效的动力，可要是对冲基金把此种趋势拖延得太过漫长，也会造就新一轮的低效率。

随着对冲基金的演进，它们大多变成了富裕投资人群体的小型投资载体，由自信满满的基金经理进行打理。通常，他们会选择一种特定的资产类型，采取非常具体的策略来赚钱——要么是利用市场价格的低效率或价格差；要么是靠遵循趋势。但过了一段时期，它们的规模变大了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期资本管理公司希望超越这一模式。创办人约翰·梅里韦瑟（John Meriwether）以前是所罗门兄弟公司的首席债券交易员，在迈克尔·刘易斯的《说谎者的扑克牌》一书里，他是个主要角色。梅里韦瑟不光找来其他成功的交易员、银行家、美联储前理事，还招揽了迈伦·斯科尔斯和罗伯特·默顿，这两个人因确立了期权定价模型布莱克—斯科尔斯模型而共同获得了诺贝尔经济学奖。这支团队由此有了很强的可信度，容易筹到大量资本和杠杆。默顿明确表示，长期资本管理公司是一种新型“金融中介”，会靠在资本市场上借贷取代银行的角色。[2]

它的策略是利用数学模型，找出错误定价的证券，然后利用其资金消除错误定价。根据它的模型，若是两种债券之间的价值相差太远，它会卖空贵的那种，买入便宜的。通过这种方式，一旦两者的价格靠近，总有一笔交易能赚钱。起初，它主攻美国政府债券之间的技术差异，后来，随着规模变大，它需要把眼界放得更宽广了。罗杰·洛温斯坦（Roger Lowenstein）写过一本经典作品，名叫《拯救华尔街》（*When Genius Failed*），记述了长期资本管理公司的崛起和覆亡，书中详细记录了该公司怎样把持了丹麦抵押债券一半以上的市场，又怎样在巴西、阿根廷、墨西哥、委内瑞拉、韩国、波兰、中国大陆、中国台湾、泰国、马来西亚和菲律宾冒险。[3]和此前的麦哲伦基金一样，它一旦发展壮大，就必然要跳出自己的传统领域，四处扩张。

它能识别出的差异往往极小，但只要有足够的杠杆，这些小差异就能赚钱。长期资本管理公司把这叫做“哪怕五分镍币也要抽成真空”（hoovering up nickels）。可惜很少有人了解该公司利用的“真空”力量有多么强。在1998年的巅峰期，长期资本管理公司的自有资本为48亿美元，可它借来投资的钱有整整2000亿美元。这些钱来自大银行，随着管制的放松，大银行与对冲基金建立了日益密切的合作获利关系。银行不光

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有对冲基金的资产，还放贷给它们——两者都可获利。

1998年，由于1997年亚洲金融危机的连累，俄罗斯拖欠债务，长期资本管理公司碰上问题了。这次拖欠债务给许多投资者造成了损失，也消磨了他们对风险的胃口。这样一来，较之更为安全的投资，风险资产趋于下降。但长期资本管理公司把赌注押在了相反的方向，即随着时间的推移，不同的投资会逐渐靠近。可当时的世界刚遭受了足够强的冲击，突然之间，它放在全世界不同市场不同国家的所有赌注全都输掉了。

只要很小比例的亏损就足以让长期资本管理公司遭到彻底打击了，因为它动用了太多杠杆，很快就会陷入瘫痪。要是它真的失败了，就得尽快卖掉价值200亿美元的投资，而这恐怕会是一场灾难。市场上的人们知道它情况不妙，就把赌押在它的投资会继续下跌上。

如果它真的垮了，长期资本管理公司会把其他人也拉下水。市场知道，许多银行都给它放出过巨额贷款，如果基金倒闭，银行注定要亏损，甚至倒闭。既然银行面临注定要承受亏损的风险，它们绝不愿意再放贷给其他公司，于是企业信贷市场干涸了，没人再想做交易。

“我从没见过这样的事，”艾伦·格林斯潘承认，“眼下的情况是出现了大范围的不确定或恐慌。每当人类面临不确定性，也就意味着他们不理解自己在真实世界里参与的某种具体活动的规则或条件，于是他们便与之断绝了关系。”[4]

于是纽约联邦储备银行开了一场会，监管机构狠狠地敲打了资深银行家们的脑袋，弄出一笔交易来。这些银行家全都给长期资本管理公司放了贷，面临着巨大的损失。于是14家大银行聚在一起，筹集了35亿美元投给该基金，把它接管了。但贝尔斯登公司拒绝参与这次拯救行动。

这招来了什么重大的道德风险吗？它没有动用纳税人的基金。破产的是长期资本管理公司的合伙人们（虽说他们大多数人会在未来10年里卷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

土重来）。钱全是从那些最初愚蠢得放贷给了长期资本管理公司的地方来的，这也符合他们破财免灾的心愿。但美联储前主席保罗·沃尔克并不这么看，尽管他一般不愿对格林斯潘这位继任者提出批评。他公开质疑，美联储“倡议”向并非银行的私人投资机构提供紧急援助似有不妥。

但倘若说，安排援助基金还算不上招来了严重的道德风险，这出好戏的下一幕却真的太过火了。由于救援之后市场仍然没能恢复活力，格林斯潘又召开紧急会议，在星期四下午收盘前1小时宣布降息。这一举动震惊了所有人，成功终结了危机，掀起了反弹。短短几分钟，银行股票涨了10%。这件事让交易员们相信，格林斯潘放弃打压“非理性繁荣”了，如果资产价格下跌，他还会出手相助。

我们至少应当从长期资本管理公司事件中汲取四个教训。首先，哪怕是最精确的市场数学模型也很容易破裂，投资者不应该再拿太多借来的钱押注到这些模型还能撑得住上。恰恰相反，模型引发了过度自信。

其次，任何旨在纠正市场异常的投资策略，其纠错能力都是有限的。如果有足够的钱去“纠正”错误定价，“错误定价”也就不称其为“错误”了。所以，采用这一策略的资金越多，或是管理者越是想要长久维持这一策略，它成功的可能性就越低。

再次，多元化并不像表面上看起来的那么“多元”。只要出现足够大的冲击，许多看似不同的投资就会同时朝着同样的方向运动。

最后，对冲基金不可能在真空中运作。它们自己也对周围的环境产生着作用，从而影响到自己的盈利能力。故此，长期资本投资公司本应该带来这样的局面：高度专业化的小型对冲基金利用微弱的杠杆，等所用策略不能再赚钱时就把投资者的钱交还出来。可惜我们马上会看到，现实局面正好与此相反。此外，为拯救银行所采用的降息政策又怂恿投资者义无反顾地跳进了赚钱的最佳机会里，他们很快就会在互联网股票上创造出有史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以来最大的泡沫。

小 结

- 援助长期资本管理公司是20世纪90年代牛市转为一场空前投机泡沫的关键事件。因为它，利息不涨反降，也因为它，人们生出一种信念：股市有困难，政府会出手救助的。
- 对冲基金可以使用杠杆和卖空来消除市场的低效率，但它们的费率结构使得它们产生了加大趋势、挤入特殊情况的动机，进一步恶化了市场的低效率。随着对冲基金扩散到不同的市场，它们成了联系市场的一种极端力量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第13章

网络公司和便宜钱

2000年3月：纳斯达克崩盘

人们仍然对市场拥有过分的信心，仍然怀有一个强烈的信念：只要注意自己投资的循环周期，总有一天会致富的。所以，他们不曾多做些保守准备，应对可能出现的糟糕后果。

——罗伯特·席勒，《非理性繁荣》

网络公司热潮是历史上最大的股市泡沫：几十年的廉价资金、道德风险、非理性繁荣和投资行业里的跟风行为，都达到了最高潮。由此带来了对冲基金的兴起，信贷及住房市场中的过度投机——为又一轮范围更大的超级泡沫创造了先决条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1998 年 11 月 13 日，长期资本管理公司获救后几个星期，一家名为“theglobe.com”的创业公司冲进了纳斯塔克股票交易市场。它为年轻的纽约人提供在线社区服务，下设“聊天谈情”（Harmless Flirts）、“灵魂伴侣”（Soul Mates）等论坛，还有一个“热浴盆”（Hot Tub）聊天室。每个人都想买它的股票。那天早晨，它的股价是 9 美元，到了半上午，就涨到了 97 美元，两个小时里涨了 866%。

疯狂地抢购一家毫不起眼、尚未盈利的网站，表明美联储在长期资本管理公司事件后为振兴银行和信贷系统所输入的资金疯狂地扑向了当时已经热过了头的科技领域。要想改变这些资金的方向，几乎无计可施。降息刺激了整个经济体中的贷款，投资者不可避免地要把资金放到最具增长前景的行业。因此，为了拯救华尔街而施行的低利率政策造就了科技股泡沫。

追捧纳斯达克热潮的，还有其他源头。1999 年，整个世界都陷入了“千年虫”恐慌，人们害怕电脑的内部时钟从“99”变成“00”时突然抛锚关机。为此，美联储专门拿出资金，确保这样的电脑死机不会妨碍客户动用资金。市场获得了更多的廉价资金，投资更多的科技股。等千禧年到来，一切安然无恙，随着纳斯达克股变成了典型的投资泡沫，最后一波购买狂潮出现。“人多更保险”的逻辑再一次占了上风。在这种逻辑的支配下，只要购买足够多的互联网创业公司股票，你就总能逮到一两个赢家。哪怕其他的全押错了宝，全都破产了，这一两个赢家也能弥补你所有的损失。

这种认识也就能自圆其说到这一步了。事后证明，互联网最大赢家的谷歌，直到互联网泡沫破灭多年之后才公开上市。哪怕你把每一家新公司都抓到手里，也无法保证其中一定有个将来的赢家。但在当时的环境下，几乎所有的创业公司都能筹到资金。Pets.com 大概要算给人留下印象最深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一家，它是在线宠物食品及用品商家，电视广告打得轰轰烈烈。2000年2月，它以每股11美元的价格上市，在销售和市场推广上支出1.03亿美元，相当于在每个通过它网站购物的客户身上花了179美元。[1]9个月后，它的股价跌到了9美分，公司无奈宣布，正“有条不紊地收缩经营”。

不知道如何赚钱的网络零售商成了那个时代的象征。可即便是有前途的公司也被高估得离谱。主导路由器（为电脑接入互联网）市场的思科（Cisco Systems），交易价达到近期盈利的近200倍，一举变成全世界市值最高的公司。它当时的股价是80美元。尽管之后该公司的利润和收入都有增长，可2010年年初，其股价也仅为23美元。

这一切看起来极其荒谬，现在看如此，当时亦然。但没人有动机在价格猛涨时对着狂欢吹哨子。泡沫破灭来得很突然，没有明显的征兆。2000年3月10日，星期五，纳斯达克指数达到了5132点的高峰，之后开始下跌。考虑了一个周末之后，交易员们在星期一上午纷纷卖出，这以后，纳斯达克指数一泄如注。两年之后它终于停了下来，79%的价值化为泡影。

这是怎么回事呢？研究报告业已开始强调公司的“烧钱率”，即它们烧掉现金的速度有多快。从前把科技公司亏损视为理所当然（认为这表明了投资的新机会）的交易员终于开始思考它们的基本经济状况了。与此同时，证券交易所做了规定，禁止公司高管一开始就售出手中全部股票，以防炒作。规定要求他们暂时不得卖出股票，只可坐视自己的财富在纸面上增长。大多数公司上市时，股票只是略微上涨，股票的稀缺性帮忙抬高了股价。等到创办人开始卖出股票，这些公司的股票才第一次有了真正的市场。这就表明，它们的真实价格要低得多。

这是历史上最荒谬的一轮投资泡沫，可与17世纪荷兰的郁金香狂热相提并论。但人们尚不清楚它对整体经济会产生多大的影响。许多共同基金的投资者只在价格高位买入，遭受了巨大的损失。受癫狂驱使的钱没用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在更富成效的地方，反而浪费到了为无趣网站购买广告上。当然，许多一笔勾销的财富只在纸面上存在过。网络公司狂潮造就的百万富翁们在财富蒸发前根本还没来得及享用。2000 年美国进入了衰退，但程度很浅——持续时间为“二战”后最短。西欧的经济连一个季度都不曾收缩就挺了过来。Pets.com 及其他网站的破产对其他市场影响不大，信贷、商品和外汇的价格几乎没怎么动。

然而，格林斯潘和美联储却盯上了此前两轮股市泡沫破灭后给经济带来的灾难：1929 年的美国股灾和 1990 年的日本股灾。因为担心消费者在股市上遭受亏损之后会减少支出，从而把整个国家拖入通货紧缩，他们动手降息。再加上 2001 年 9 月 11 日又发生了恐怖袭击事件，世贸双塔倒塌，3 000 人丧生，美国股市休盘一周，降息需求似乎变得更为迫切。美联储将贷款利息降到了 1% 的历史低点，久久未作上调。

和长期资本管理公司的遭遇一样，市场陷入麻烦以后，美联储出手以降息的方式把它们救了出来。在期权市场，看跌期权能让买家以固定价格卖出一只股票。它担保有人在价格跌到一定程度后替你挨刀。20 年来第一次，交易员们公开怀疑起了“格林斯潘看跌”和美联储的信誉（在一个不再采用黄金本位的世界里，美联储的信誉至关重要）。如图 13-1 所示，美联储这一时期的行为表现得完全像是只要股市下跌，它就下调利率一样。交易员们注意到了这一点，2002 年，虽说按历史标准股价仍显太高，可股市仍然重整旗鼓，开始反弹上涨。投资者的信心，哪怕碰上了一轮超级股市崩盘，也高过了以往任何时候。

具有讽刺意味的是，对冲基金成了胜利者。纳斯达克崩盘成了它们完美的营销助手。有些对冲基金利用卖空，主动跟泡沫对赌。另一些对冲基金则采用了不依靠股市的策略，在 2000 ～ 2002 年的焦虑氛围中蓬勃发展。21 世纪第一个 10 年的前 3 年，标准普尔 500 指数分别下跌 9.1%、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

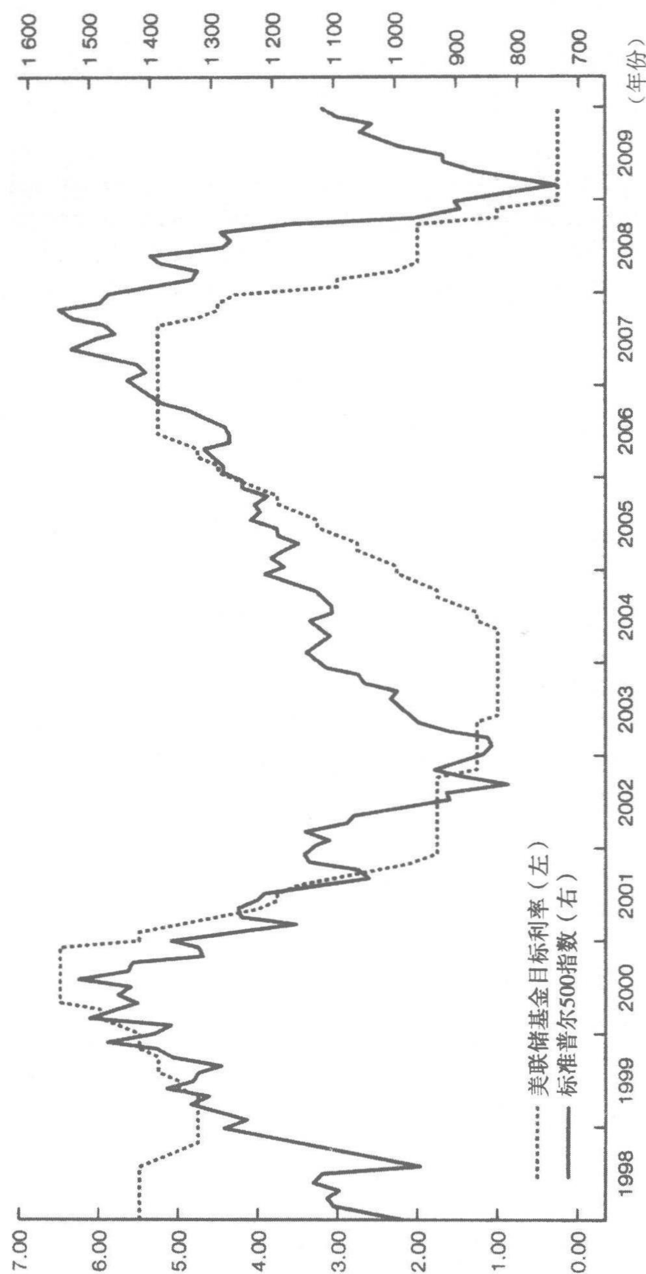


图 13-1 格林斯潘看跌？股市引导美联储

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.9% 和 22.1%。同时，对冲基金却在 2000 年获利 4.98%，2001 年获利 4.6%，只有 2002 年小跌 1.45%（数据来自“对冲基金研究”，这是总部位于芝加哥的一家大型研究小组）。[2]

竭力“追逐绩效”的机构原地踏步。对冲基金却不光抵挡住了风险，还赚到了比其他人更多的钱。资金涌入，大型退休和养老基金也想分上一杯羹。2002 年，超过 990 亿美元进入此行业；同一时间，小投资者受市场下跌的惊吓，把 247 亿美元抽离了共同基金。对冲基金原本只是纽约康涅狄格郊区的小众现象，如今却在伦敦的梅非尔殖了民，还在亚洲建立了基地。

基金的数量暴增。1998 年长期资本管理公司垮台时，市场上总共有 3 325 只基金；到 2007 年，这个数字超过了 10 000。为银行效力的交易员设立自己的对冲基金做相同的事，赚更多的钱；银行愉快地给予配合，为他们在交易大厅里提供空间，为一些启动概念做研究。一般而言，新基金都打算采用其他基金已经付诸使用的策略，它们遵循类似的模型（多以学术界的理论为基础，再由大银行的研究部门加以综合），进行相同的投资。

2005 年，资金持续涌入的 4 年以后，整个对冲基金行业的价值首次超过了 10 000 亿美元。两年后，该行业的资产还将达到 1.8 万亿美元以上的峰值。可这还远远低估了它们因为杠杆而在市场上具有的真正力量；它们的真实购买力恐怕是此数字的五六倍之多。更何况它们往往交易迅猛，对市场逐日趋势的影响力比共同基金大得多。

风向再次发生了改变。倘若说股市从前属于业余选手，后来属于共同基金和大机构，纳斯达克崩盘后，它则成了对冲基金的天下。对冲基金每天都在推动股价。此事意义重大，因为对冲基金和共同基金一样，往往是蜂拥而动的。但对冲基金活动的范围更大，因为它们并不依照严格的指示运作，还可以在数分钟之内转换不同的资产类型和国家。这让它们成了联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系市场的巨大力量。它们利用杠杆意味着，要是银行担心其还贷能力，它们可能会被迫迅速卖掉手中资产。

还有另外一个问题。对冲基金靠的是利用趋势和效率低下。可现在有这么多基金投入了行动，效率低下很快就消失了。和共同基金一样，对冲基金的规模（或者基金的数量）是绩效之敌。于是它们移动得更快，利用更多的杠杆，到更深的领域搜寻利润，尽其所能地带动趋势，把钱投到定价错误的证券上。银行乐意借钱给它们，并在这个过程中收取费用。

这些对纳斯达克泡沫破灭前当过一瞬间百万富翁的创业家们毫无帮助。到 2009 年 11 月，theglobe.com 的股价仅为每股 0.19 美分——对比 1997 年它首次亮相时，交易价曾达 97 美元。投资者需要新泡沫了，他们很快就在新兴市场找到了一个。

小 结

- 2000 年纳斯达克崩盘是历史上的一次极端事件。由于不愿放手让美国股市承受如此规模的泡沫崩盘，美联储决定降息，此举被称为“格林斯潘看跌”。
- 对冲基金在崩盘期间赚了钱，从投资者手里吸引到了新资金，进而上升到了市场主导地位。美联储降低利率，有助于它们利用杠杆提高回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章

金砖四国

2001年11月：高盛再次给新兴市场起了新名字

备受经济衰退困扰的国家需要投资新的泡沫。

——讽刺报纸《洋葱》（*The Onion*），2008年7月14日
44.29期的头条，www.theonion.com

高盛把新兴市场再度更名为“金砖四国”（BRICs，指巴西、俄罗斯、印度和中国），点燃了新一轮的热潮。由于金砖四国的故事受商品价格推动，涌入新兴市场的资金将它们与其他股票市场、商品市场联系得更为紧密。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“世界需要经济更好的金砖四国，”2001年11月，高盛的首席国际经济师吉姆·奥尼尔（Jim O' Neill）宣布，[1]他希望召开一次全球性的政治和经济峰会。他认为，4个最大的新兴市场国家——巴西、俄罗斯、印度和中国，应当加入重要的经济决策机构。它们已跟执掌资本主义世界的G7集团（美国、日本、德国、英国、法国、意大利和加拿大）里的一些国家同样强大了。他指出，几乎可以肯定，金砖四国会越来越强。由于世界尚未从“9·11”恐怖袭击事件中彻底恢复元气，他认为，全球经济的协调方式应当进行合理调整。

他失败了。直到2009年，金砖四国都未曾在世界主要经济首脑会议上找到一席之地。然而，他成功地把老旧的“新兴市场”打出了新的品牌，让它获得了新生，激起了另一波投资的狂潮（同时也扭曲了商品和外汇市场）。

奥尼尔是经济学家，不是投资策略师，但“金砖四国”立刻被人们当成了一条投资策略牢牢地抓在手里。它们有了个抢眼球的缩写，还有叫人眼红的增长预期。（奥尼尔说：“中国可能会在2007年超过德国，2015年超过日本，2039年超过美国。未来30年，印度的经济规模可能会比美中之外的所有国家都要大。”）网络泡沫破灭之后，投资行业需要新的产品，“金砖四国”满足了这一需求。

它还带来了另一个理念——“脱钩”。新兴市场发展，主要依赖的是向西方出口。如今，说不定金砖四国会投资自身基础建设，满足本国日益壮大的中产阶级的需求，实现进一步的发展。它们修建了高速路网，养活了本国的人民，哪怕西方经济陷入衰退，它们也可以“脱钩”，独立发展。这就意味着，投资金砖四国带来的回报有可能与发达国家本身的市场状况不相关，这可是投资行业梦寐以求的宝物。

“金砖四国”里的每一个国家，都有看似成立的故事说给投资者听。更绝妙的是，20世纪90年代过后，新兴市场便宜得吓人。摩根士丹利随

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后开始汇编金砖四国指数，倒推回1995年计算它的表现将会如何。在奥尼尔发表前述文章的2001年秋天，这一指数比6年前还低40%。

金砖四国自己也有走运的成分。巴西2002年要进行总统选举，在民意测验中领先的路易斯·伊纳西奥·卢拉·达席尔瓦（Luiz Inácio Lula da Silva）是资深工会领导人。因为投资者害怕这位政治立场明显激进的人当选，资金大量涌出该国。竞选前夕，金砖四国的股市比1995年的水平跌了55%，而巴西的主要证券交易所圣保罗（Bovespa）则跌了80%。巴西的股票按公司收益的8倍就能买到——同一时期，美国的股票则是按收益的45倍交易的。卢拉执政后，很快表明自己是实用主义者，这刺激出一轮狂热的新兴市场买入机会。任何到巴西做过深入调查的人都该看出卢拉并非许多人害怕的那种怪物，并可趁机大赚一笔。但可惜这种老式的现场调查工作过时了。于是，随着市场的腾飞，“投资金砖四国”演变成了投资者蜂拥购买指数基金。

不管西方投资者是否意识到，这些资金流动的主要动力来自西方乐观与悲观态度的平衡。“脱钩”的逻辑很直白，如果新兴市场在西方艰难时仍表现良好，那么当投资者对西方感到焦虑时，它们会显得相对最具吸引力。但摩根士丹利为发达国家、新兴市场和金砖四国汇编的指数波动表明，实际情况恰好与此相反。发达国家的“世界指数”（World Index）表现得越好，新兴市场和金砖四国的表现就更好。如果“世界”发展态势好，金砖四国的表现会更好；可如果“世界”局面糟糕，金砖四国也随之更糟。图14-1表明，从金砖四国繁荣之初到2008年最黑暗的日子，这一关系都雷打不动。新兴市场跟世界其他地方非但没有“脱钩”，反而“挂钩”得更为紧密。这是新出现的发展趋势——20世纪80年代，两者表现本来是完全不相关的，即便到了20世纪90年代，仍然有西方出现牛市、新兴市场经历危机的例子（见图14-2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

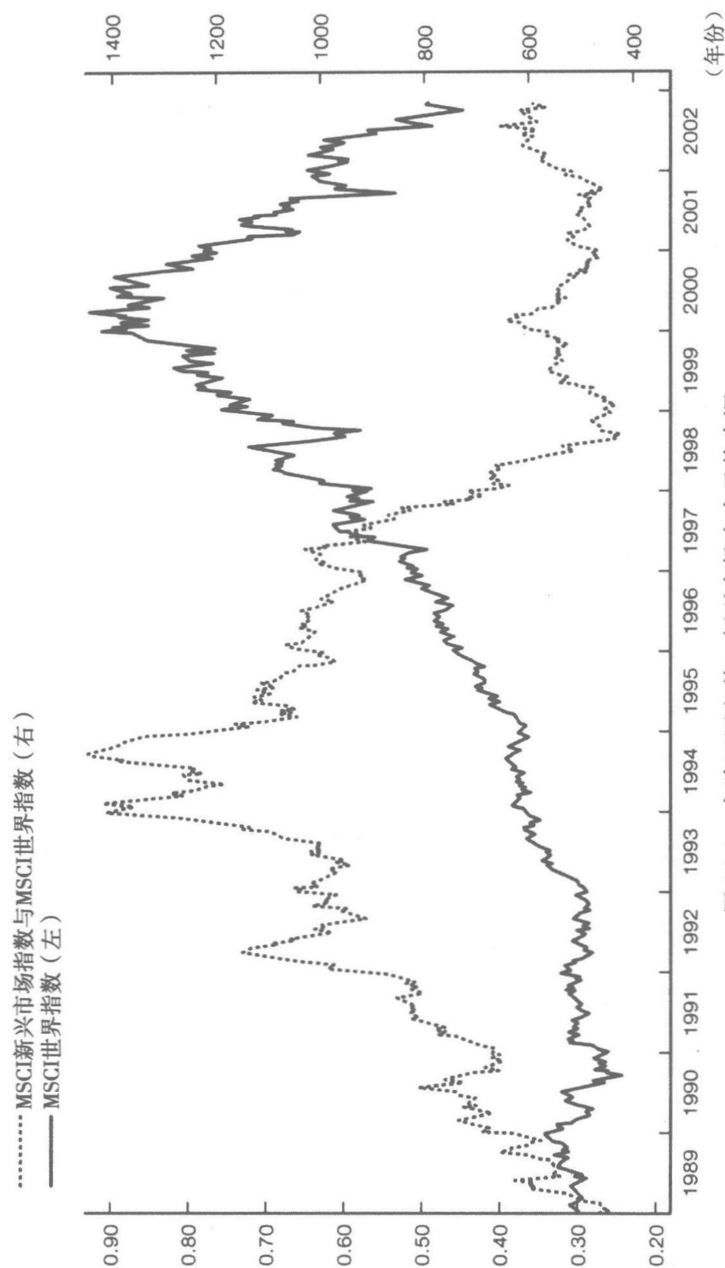


图 14-1 金砖四国之前：新兴市场有自己的步调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

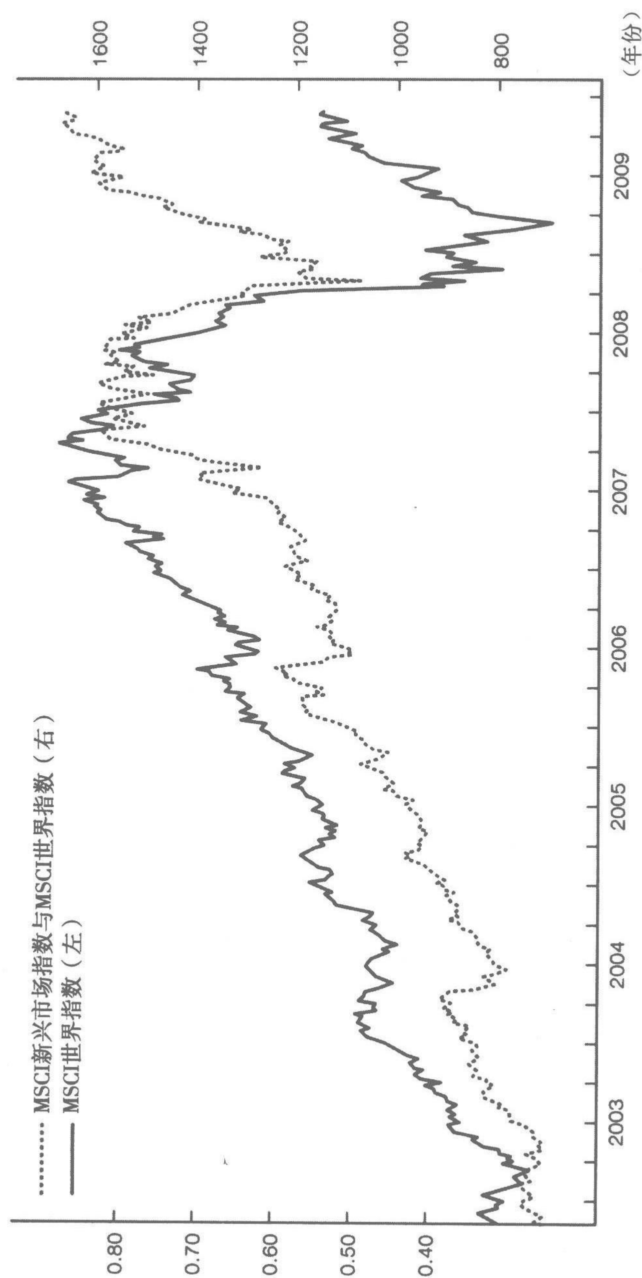


图 14-2　金砖四国之后：新兴市场和西方情绪同步而动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是怎么回事？金砖四国的繁荣是基金经理的冒险胃口和跟风而动掀起来的。倘若国内的投资进行顺利，西方投资者的风险承受力就更大，于是资金纷纷朝着金砖四国涌来。可要是国内进展状况糟，他们也会忙不迭地撤出来。

金融创新技术也推波助澜。大多数新兴市场的投资是通过跟指数挂靠的基金完成的。而金砖四国又恰好非常适合一种最新的金融产品——交易型开放式指数基金（Exchang Traded Fund，ETF)。这种指数基金持有旨在与指数匹配的股票组合，但又可以像单只股票那样在股市上交易。它们的价格每一分钟都在变，可以迅速买卖。

第一只 ETF 基金早在 20 世纪 90 年代就上市了，但它们直到 10 年后才赶上了好时候。2000 年和 2001 年，股市崩盘，ETF 的资产却增长了 5 倍。自那以后，它们在股票交易所的推动下迅猛发展，因为此时的股票交易所告别了维持多年的互助合作社运营模式，公开上市，本身有了盈利的追求。

ETF 是个了不起的概念。它们让投资变得更容易，也更便宜。可正如金砖四国热潮所示，问题出在它们鼓励的行为上。指数基金的发明者约翰·博格，轻蔑地称 ETF “背叛了经典的指数投资事业”。他认为，“把指数基金当成交易载体的做法，显然只能称做短期投机。” [2]

他认为，设计可以在交易所按分钟交易的指数基金，只能鼓励积极交易，鼓励人们尝试去击败市场——这跟他被动的指数投资概念背道而驰。他说，EFT 指数基金就像散弹枪一样，“是围捕巨型猎物的好工具，但用来自寻死路也很棒。”

ETF 基金比传统指数基金成本更低，所以它们开始跟踪股市里规模较小的领域或单个国家。例如，想在几分钟里抛下巴西股市进入印度股市，仍然太过困难，光是转移资金所需的交易成本就贵得让人没法下手。可卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出一只巴西股市的 ETF 基金买入一只印度 EFT 基金却完全有可能，这对拿着投资者的钱兴风作浪的国际对冲基金经理来说简直太棒了。资金流动变得极大，完全压倒了地区因素，于是金砖四国的交易和西方同步了。

因此，在金砖四国投资潮的最初几年，对冲基金发现，它们可以利用 ETF 非常成功地完成大型金融捕猎活动。任何在谷底（比如卢拉当选之前）买入摩根士丹利金砖四国指数并持有 5 年的人，赚到的回报高达 750%，光是在巴西的投资就净赚 1600%。[3]

随着资金源源不断地涌入，它取代了其他的一切因素。市场本来自有平衡的办法：资金涌入抬高货币，减少出口，切断股价上涨的动力。但它并未照此运作。相反，货币和股票受押下相同赌注的同一批投资者所推动，不停上涨。到 2006 年，就连沃伦·巴菲特也忍不住对巴西的货币雷亚尔押下重注（并为他带来了回报）。

2005 年之后的 4 年（包括危机在内），专注于金砖四国的基金发展到拥有资产 1120 亿美元，并接纳了 422 亿新资金。在所有涌入新兴市场的基金里，金砖四国专业基金占了 1/3。

资金巨流往往激起接受一方的警觉。短短 5 年里，巴西就从破产状态走向了泡沫繁荣。2006 年，圣保罗交易所的每日交易量平均达到 25 亿雷亚尔，次年平均达到 45 亿雷亚尔。到了 2007 年年底，圣保罗交易所自己也上了市，其资金总容量已达 80 亿雷亚尔。上市期间，圣保罗交易所的估价暗示它的价值相当于伦敦证券交易所的 50% 以上。应对投资过热最直接的武器提高利率对它没什么帮助，因为它会从投资者手里吸引更多外国资金购买本国货币来套利。

这就是指数投资带来的症状，即不问青红皂白地在国家和行业上押注，而不是到新兴市场去实地考察。但由于业内强烈相信金砖四国是单向的脱钩赌注，它们助长了新一轮横跨多种资产类型的“超级泡沫”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就某种程度而言，金砖四国的确印证了人们的信念。到 2009 年，奥尼尔的预测一一兑现。他说 2007 年中国的经济会超过德国，果不其然。至于金砖四国的公司，2006 ～ 2008 年每年的总利润增长 60%，直到崩溃来临。这一速度比发达国家高 3 倍，比其他新兴市场国家高两倍。[4] 国际投资者帮忙把金砖四国变成了泡沫，但金砖四国的企业确然实现了令人瞩目的实际发展。

“金砖四国”设想的最大问题在于，它可以归结为一种购买自然资源的新途径。倘若中国和印度的数十亿人口最终要达到西方人的生活水平，必然会吞噬掉许多商品。金砖四国概念认为，从食品、工业金属到石油的各种商品，价格都会不断上涨。这为金融工程打开了更广阔的前景，市场同步倾向也日复一日地显现。

小 结

- 金砖四国投资刺激资金涌入新兴市场，它也推高了新兴市场的货币和商品价格。
- 由于这些钱是使用 ETF 基金等工具投资的，其流动并不立足于新兴市场的现实状况，反而为发达国家的情绪所主导。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章

商　　品

2004年：学术界发现了名为"商品期货"的资产类型

我们正处在一轮不朽的商品牛市里，1999年年初即已拉开序幕……我回头追问，在我能找到的商品牛市中，我发现，最短的一轮也持续了15年，最长则可达23年。所以，如果说历史有什么指导作用的话，这一轮牛市恐怕会持续到2014～2022年。

——商品投资者吉姆·罗杰斯2006年接受Investment U马克·史库森（Mark Skousen）采访

商品指数投资为主流投资者打开了一个全新的市场，它改变了商品市场的性质，使之与股票同步运动。它还带动了石油、金属和粮食价格的猛涨，拉低了美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2004 年，耶鲁大学管理学院教授加里·戈顿（Gary Gorton）和斯坦福大学的哥特·罗文霍斯特（Geert Rouwenhoorst）[1]联名发表了一份研究手稿。尽管该论文里充斥着数学，但仍然成了投资经理崇拜的经典作品，投资机构也因为相信商品跟股票不相关，而将巨额资金投入其中。在此过程中，商品逐渐与股票同步运动。

两位教授的重要发现是，商品期货也可以当成一种资产类型，就和股票一样。随着时间的推移，商品与股票或债券脱离关系，但平均而言，几乎能带来完全相同的回报。不同的商品（如取暖油和咖啡），彼此之间的相关性低。戈顿和罗文霍斯特发现，1959 ～ 2004 年间，买入并持有一揽子商品期货能带来 11.5% 的年均回报率，这和股票相同，且波动性更低。这听起来很无趣，但它意味着养老基金可以增购商品，以降低风险。预期回报相同，但由于商品跟股票不相干，它们往往能在股票表现不佳时提供良好回报，反之亦然。

博森投资顾问公司（Ibbotson Associates）为太平洋投资管理公司（PIMCO）所做的研究进一步发现，对任何给定的风险水平，把商品期货加入股票、债券和现金的投资组合中，都能增加预期回报。新一代资产管理者按要求必须遵循现代投资组合理论，要寻找不相关的资产，这一发现不啻是特大利好消息。[2]

很久以来，商品就是深度流动性市场，但它们背后隐藏着生产商和消费者。股票和债券的主流投资者一般不愿涉足其间，因为他们并不了解每个市场产能的详细信息。只有商品交易员才知道仓库里堆着多少铜锭，炼油的成本是多少，或是预测下一季大豆的收获情况，这些因素跟股票和债券毫无重合的地方。

新的投资者却不然。他们通过被动的指数，把商品当成一个资产类型来进行投资，就像投资股票一样。于是商品“金融化”拉开了序幕。高盛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和 AIG（美国国际集团）提供不同商品的期货指数；机构购买与之挂钩的基金；推出期货合同，支持这些指数；价格上涨；资金涌入。

与“金砖四国”的情形相同，商品成为投资界的新宠时，恰好也出现了一轮极佳的买入时机。1999 年，油价处在谷底，每桶仅为 12 美元。此后 8 年，即便扣除通货膨胀因素，它仍涨了 6 倍——相当于从 1973 年的低点涨至 1980 年的危险高点（同时让世界承受了滞涨的痛苦）。从 2007 年开始到 2008 年的金融危机期间，它再度翻了一番。

这期间并未出现任何类似 20 世纪 70 年代的剧烈石油供应危机。其他商品涨势更烈：铜在 2005 年涨了 40% 强，2006 年又涨了 40%。就连大豆，光是 2007 年就涨了 80%，引发了新兴世界的粮食骚乱。如此惊人的回报吸引了大批投资者，人们不再把商品单纯地看成保持投资多样化的好工具，而是用它追逐火热的业绩。ETF 的供应商找到了一种方法，让这些一味追求业绩的人直接去摆布商品价格。利用期货，银行可以为合约担保（这些期货合约的价格与商品价格同涨同落）。之后，这些合约成为债券的基石，债券又可以在交易所买进卖出，此举大受投资者欢迎。

许多资深商品投资者既担心新资金的涌入，也担心它进入市场后带来的影响。商品期货是有时间限制的。举例来说，石油生产商希望为明年 4 月的价格担保，他们可以卖出期货，保证买家在明年 4 月享受固定的价格。如果买家是航空公司，它对自己的未来成本就有了把握。投机商的正常作用是充当生产商和供应商的中间人，靠期货的短期涨落赚钱。指数投资者被动买入、持有商品的概念，对期货市场是全新的概念。随着期货合同靠近到期时限，指数基金会卖掉它，购入下一个月的期货，并往往在此过程中获得利润。可以认为，这种做法带来了价格上涨的压力。

这引发了争议，2008 年，美国参议院就此举行听证会。参议员约瑟夫·利伯曼（Joseph Lieberman）呼吁对指数投资加以限制。“我们或许有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必要限制人们获取最大利润的机会，因为我们有太多其他人在为他们花大价钱买单，包括很多根本负担不起的人。”他说。[3]

随着资金涌入指数基金，商品猛涨，上述论点即以此作为旁证。但到目前为止，学术界尚未发现两者之间存在因果关系的确切证明。可新资金的涌入，很可能影响到了商品与其他资产的相关度。最初论证商品跟其他商品相关性低、点燃了机构兴趣的加里·戈顿，坚持主张从长期的角度看待这一问题。“对过去三年、两年、一年、六个月的情况，你怎么说都行。可我们不是这么做研究的。”2010 年，他对《金融时报》说。但他也承认，资金涌入的确有可能造成影响。“有人交易股票，有人交易商品，他们属于不同的群体。在一定程度上，他们又属于相同的群体，故此也出现了正相关性的倾向。”他说。[4]他援引了墨西哥公司的例子：为了吸引美国投资者，墨西哥公司同时在美国挂牌上市，于是就和美国市场产生了更多的相关性。

有人曾批驳迈克尔·米尔肯对高风险债券的研究，商品期货存在的另一个问题与之有所呼应。倘若不把商品当成独立的资产类型，那么商品的确是不相关的资产，可这里有个能力的问题。从前，低等级债券或商品是专业人士的领域，这些专家并不染指其他市场，所以，它们的绩效很可能比其他市场要出色，也跟后者并不相关。可随着更多资金的进入，更多别有动机、行事迥然、指望原有的关系仍然成立的投资者参与其中，那么，我们真的有理由担心垃圾债券和商品市场没法再保持独立姿态。

随着石油价格上涨，交易商找到了其他理由来解释这一现象。他们坚持“石油峰值”理论，认为世界石油产量已达顶峰，并开始逐渐下降。诚然，到了某个时候，这个理论会成为真的。可在石油涨价的头几年，供应一直在增加，故此石油峰值并不能完全解释清楚这一轮石油涨价的原因。但到了 2007 年，供应量下降，持石油峰值论调的人欣喜若狂。这些争论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本来需要地质学家而非经济学家来解决，但随着油价上涨，典型的泡沫心理占了上风，许多人真的相信是供应量下跌导致价格上涨的。

还有一种解释来自另一个更古老的理论。苏联经济学家尼古拉·康德拉季耶夫（Nikolai Kondratieff）曾留下一套理论，认为商品价格遵循“超级周期”，每轮周期持续 10 ～ 20 年，商品价格停滞期过后，就是长达 10 年的价格上涨期。这对股市会有影响。康德拉季耶夫的“浪潮”推动商品价格向上期间，股票停滞，20 世纪 30 年代和 70 年代就是这样。而当商品价格稳定，如 20 世纪 80 年代和 90 年代，股票则获利。[5] 所以，投资者给“超级周期”的概念迷住了，为避免股票出问题，他们囤积石油和金属来保护自己。

但是，商品和股票的关系并不完全依照此种理论的假设运作。历史表明，石油和股票价格呈长期的负相关。换言之，随着石油价格上涨，公司成本提高，利润下跌，股价也应当下跌。但现在，商品价格高反而成了买入股票的支持论据。尤其在中国，石油和金属市场成了相辅相成的关系。2006 年，中国对石油的额外或边际需求占了全世界石油消耗总增长的 72%。[6] 这种来自需求的极端压力解释了涨价的合理性。

由于资源公司构成了金砖四国市场价值的 69%（全球平均值仅为 39%）[7]，金砖四国和资源互为强化。如果中国股票上涨，这是商品需求不断增加的迹象，投资者应该买入。如果商品上涨，说明中国正迫切地追求发展，所以买入中国准没错。2006 年，上海股市翻了一番，2007 年进入泡沫状态。这反倒给人们当成了买入金属和石油的一个理由——尽管油价过高，对中国这样一个大型进口国应该是个麻烦才对。

其他新兴市场的论据有所不同，俄罗斯的经济几乎完全依赖石油，拉丁美洲有着丰富的金属资源。但如图 15-1 所示，摩根士丹利拉丁美洲指数（以巴西为主）的价格，就跟国际金属价格的运动完美关联。实际上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

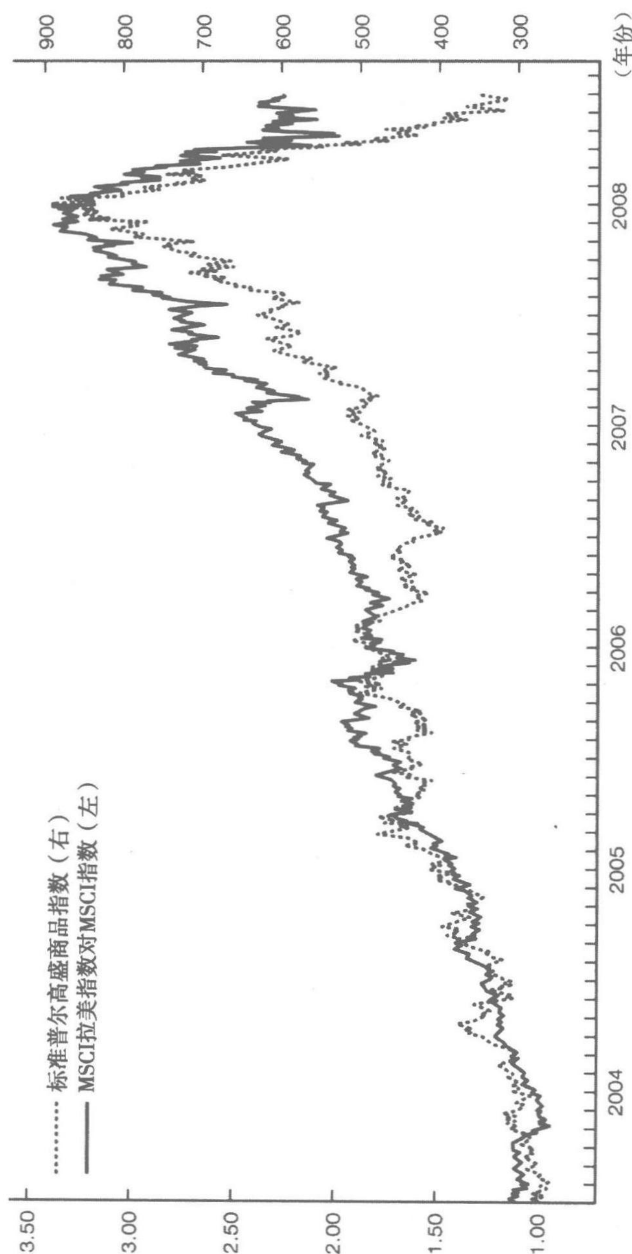


图 15-1 商品价格带动拉美股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者给巴西定价，以为它就只有一个大铜矿似的。然而，它的经济比这要多元化得多（其封闭性也令人惊讶）。它的出口仅占国内生产总值的14%，这种关联性显然被拉得太过了。

商品价格上涨对货币也产生了影响。如果铜的美元价格上涨，那么巴西的铜矿工人卖出的每盎司铜就可换回更多的美元。这种资金流动抬高了巴西货币。更突出的问题是，几乎所有的商品交易都是以美元计价的。如果美元价值低了，商品价格必然上涨来反映此趋势。故此，担心美元下跌可转化为商品价格的上涨，商品价格上涨可转化为美元价值走低，了解这种关系的交易商便可以买入商品来对冲美元走弱。美元和石油价格的关系变得越发密切，几至荒唐地步（见图15-2）。

当然，套利交易员靠着借入便宜的日元，占到了更大的优势。资源丰富的国家，如澳大利亚、新西兰、南非，货币暴涨。于是，套利交易的资金可以再利用来买入金砖四国的股票或商品。

这一切活动的整体效应是把商品价格和新兴国家的货币越推越高。货币、商品和新兴市场的幕后动力变得难以区分，它们最终都来自西方股市交易员的冒险欲望。一切都失了常态。商品和汇率一样，本来是平衡机制。如果供不应求，价格上涨，直至需求下降。持续涨价会扼杀经济，就像20世纪70年代那样。但商品的金融化把这个逻辑弄颠倒了，掀起了一轮自我强化的同步泡沫。要吹出一个能危及全球经济的超级泡沫，只需要一样东西就够了：人为压低信贷，这正是金融工程师的拿手好戏。

小　结

- 把商品视为资产类型进行指数投资，创造了一轮大牛市，抬高了新兴市场的股票和货币。
- 商品和股票的历史关系发生逆转，商品的波动和股票联系地愈发紧密。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

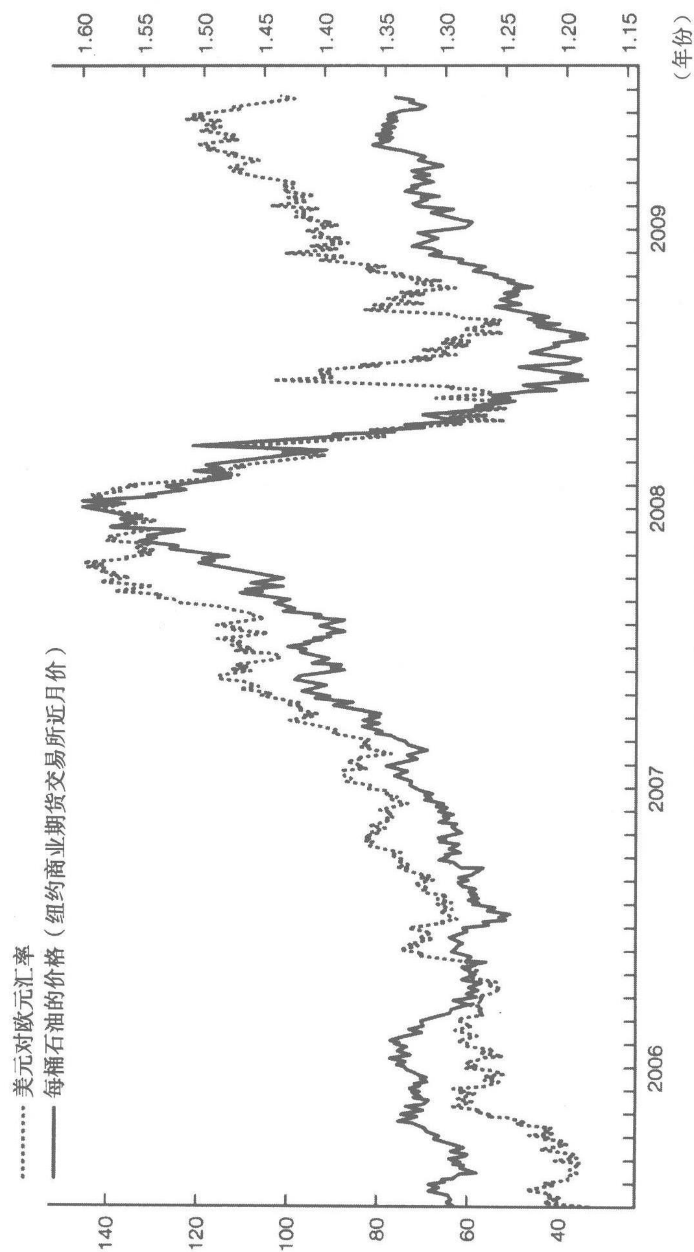


图 15-2 美元和石油：齐步走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第16章

信　　贷

2005年9月：美联储试图收紧信贷衍生产品

董事们指出，近年来信贷衍生产品和结构性信贷市场的快速发展，有利于银行将信贷风险扩散到更广泛、更多样化的投资者群体，让金融体系变得更具弹性和稳定性。然而，董事们也注意到，这些市场在一个相对良性的环境中迅速成长，没有得到充分的检验。

——《国际货币基金组织全球金融稳定报告》
（*IMF Global Financial Stability Report*），2006年

21世纪第1个10年的中期，信贷市场尤其是次级抵押贷款市场的繁荣，点燃了一场史无前例的丑闻。衍生工具帮助投资者分散信贷风险，并给人留下整个经济的违约风险降低的印象。事实上，它们在全球范围内人为压低了投机性投资筹措资金的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2005 年 9 月，纽约联邦储备银行召集 14 名国际银行家到总部开会，这是自 7 年前长期资本管理公司危机后的第一次。这一回，整个大环境波澜不惊，但美联储看到了即将冒出头来的风险。这些银行家是名为“信用违约掉期”（credit default swaps，也译作“信用违约互换”）新工具的主要交易商，美联储不留情面地对他们说：“收拾你们的摊子，要不然，我们就要出手了。”

我们现在知道，美联储的警报很有先见之明。它希望采取行动，因为信贷衍生产品的增长速度超过了银行的处理速度，就连书面文件都是一团糟。较之其他创新，它们培养出了一种“投资者知道该怎样驯服风险”的信念。但和所有的新技术一样，它们自己就有风险。[1] 它们进一步剥夺了银行评估违约风险这一最重要的作用，将之交给市场。果然，美联储开会后没多久，在信贷的驱使下，同步泡沫进入了最具破坏力的阶段。

从概念上讲，信用违约掉期很简单。这儿有个例子。甲银行和通用汽车建立了业务关系，后者希望额外多贷款 10 亿美元。甲银行希望保持业务关系，但把这么重的赌注押在一家公司上，感觉不太舒服。它的竞争对手乙银行跟福特汽车公司有着类似的业务关系，福特也提出了同样的贷款请求。于是，乙银行陷入了相同的困境。

解决的办法是甲乙银行“互换”一半的风险，每一家银行各向两家公司提供 5 亿美元贷款。现在，如果一家汽车公司碰上麻烦，两家银行各承担一半的风险。双方都保持了业务关系，风险却更为分散。汽车公司也得到了好处，因为银行将来能更有力、更稳定地提供资金了。

由于法律结构异常复杂，介绍这种交易比实际执行要简单多了。可一旦律师和金融家们找到了行得通的模板，这个概念立刻就站住脚跟发展了起来。互换风险的不一定非得是两家不同的贷款机构，投资者甚至可以把企业风险换成美国政府的风险，而后者普遍被认为是几乎没有风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险的。在这种交易中，贷款的持有人给自己的风险买到了退路，同时大型银行或保险公司则将风险承担了下来。事实上，这是一种很容易获得的保险形式。

故此，交换价格表明了贷款违约的风险。比如说，通用汽车1美元的风险换回了95美分的5年国债，那么，通用汽车未来5年内违约的风险就是5%。随着交易的标准化，人们对其进行了对照整理，经销商可以在电脑屏幕上实时跟踪违约风险。

和其他所有市场一样，违约风险的价格变得过高或过低都是很容易的。贪婪占优的时候，给违约买保险很轻松，而廉价的保险鼓励投资者购入过多的债务。一旦恐惧占了上风，债务的供应便可能突然干涸。

违约风险可以多次互换。由于大银行反复交换相同的风险，它们创造了让人目瞪口呆的数字。2001年，也是有人尝试衡量这一新兴现象的第一年，“掉期”的债务总额便达到了6 500亿美元。这是国际掉期及衍生工具协会（International Swaps and Derivatives Association）提供的数据。2007年下半年，它达到62万亿美元的巅峰——比当时的世界国内生产总值还要高。[2]

诚如金砖四国和商品繁荣潮，技术创新的出现总伴随着低价买进的可能性。美国在网络泡沫破灭后施行的低利率成了信贷交易的启动条件，因为要是当时的利息再高些，信贷交易便完全不合理了。

利率一直保持低位。格林斯潘和美联储多次调升利率，希望在2006年夏天达到5.25%的目标利率。但美联储只能直接调整短期利率。为长期交易筹资的信贷市场利率，则是根据10年国债支付的收益率来确定的。国债收益隐含着“无风险”利率的意思。如果国债收益率上调，那么，哪怕违约风险不变，较之国债风险较高的信贷收益率也应该上涨。

但国债收益率拒绝上调，从而使得信贷繁荣持续多年。艾伦·格林斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潘本人称这是个“谜题”。答案最有可能藏在对债券的需求上。中国以及其他亚洲国家正在建设外汇储备，购入美元，把它们以美国国债的形式保存起来。2000年，中国拥有1 570亿美元的外汇储备，到2009年，该数字已超过20 000万亿美元，这笔庞大的资金把国债利率拉了下来。

伦敦德意志银行的分析师吉姆·里德（Jim Reid）计算出，如果“单B级”（只有一个“B”的评级）垃圾债券在未来5年里继续保持此前30年来从未见过的较低违约率，那么到2007年，它会贵得离谱，只有跟国债相比才能算赚钱。可当时有许多人担心出现经济衰退，违约拖欠的情况也会增多，垃圾债券的价格高成这样，实在没有道理。

接下来，企业信贷技术很快被用到了抵押贷款上。通过提供廉价保险，投资信用次级借款人的抵押贷款成为可能。从定义上看，次级借款人信用记录不佳，信贷风险高，但多元化能帮上忙。向足够多的次级借款人提供贷款，大多数都会还贷。而且，如果你能通过市场轻松获得保险，那么，降低后的风险值得一试。考虑到住房市场的特点，即就算借款人违约，贷款人仍可收回房子，房价还会上涨。之后再裹上另一道炼金术：把许多不同的抵押贷款打成包，称为“债务担保凭证”（CDO），又把每个包切成若干“份额”（tranches）。例如，投资者买下代表总贷款组合10%、优先承担损失的“份额”。故此，如果整批贷款的违约率高达10%，这一“份额”就会彻底玩完。“份额”提供的是风险投资。

但假设另一“份额”代表的是抵押贷款组合里最后50%，拖欠风险看似很低的部分。只要整个组合的违约率不超过50%（即便对次级抵押贷款而言，这个数字也很庞大），投资者就能得到全额偿付。这种“超高级债务”可以得到AAA评级，在新的宽松法规下，银行可以毫无成本地持有它。它们可以卖出风险较高的份额，持有更安全的份额，并将由此产生的钱拿出去购买更多的贷款。至于说垃圾债券和此前的新兴市场本身，“买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人越多越保险”。

投资者相信它们是真正安全的。市场价格就是违约风险的明确指标，它可以用市场调查公司麦盖提（Markit）推出的 ABX 指数来衡量，100 代表零违约率（或零坏账率），0 代表完全违约。2007 年年初，金融灾难前夕，次级抵押贷款的 ABX 指数稳稳地站在 95 以上，意味着只有 5% 的次级抵押贷款会违约。

由于基准利率低，隔离和互换违约风险的能力本身又创造出了新的交易。银行家不用贷款给公司，而是可以创造一种模仿此类贷款的“人造”投资，其价值与违约风险齐涨齐落。此举更进一步地撬动了系统。如果一家公司违约拖欠，它对投资者造成的总成本可能会高于拖欠的债务，因为许多人故意选择承担模仿违约的风险。

等这 10 年过了一半、美联储召集银行家开会的时候，贪婪的胃口早就打开了。市场价格暗示，不光风险分摊了，而且整个经济中的违约风险也减少了。用数学的方法实现这一点，只需将企业债券的收益率与国债相比，然后计算出向投资者支付的总数额中需要添加多高级别的违约风险。

事后看来，这出闹剧可以算是美国历史上最大的一起丑闻。许多贷款和借款人行为可耻，监管机构本来绝不能允许他们那么做，但金融创新助了他们一臂之力。发放贷款的代理机构和承担贷款风险的主体机构分离开来，银行又因为走向衰落而有了破罐子破摔的动机。总体后果是，债务人——无论是小公司，还是次贷业主，以前所未有的低廉价格获得了贷款。

廉价的信贷进入其他市场，带来了虚假繁荣。美国、英国和西班牙等国的房价上涨。由于房价（也即贷款人的抵押品）上涨，次级贷款似乎也变得合乎情理了，于是放出的贷款更多，房价涨得更高。廉价的信贷同样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抬高了股市。

可现在，债务对公司来说比股权便宜了，企业管理者可以靠借钱买入自己的股票来抬高市值。这减少了流通股的供应量，拉高了每股剩余股份对股东的价值。2007 年春，据研究小组“TrimTabs”所言，美国公司每天要花费 30 亿美元在这上面。活跃的投资者投入能量，强迫企业承担更多的债务，支付更高的股息。

钱还涌入了私募基金，即迈克尔·米尔肯时代所谓的“企业狙击手”，现在换了个新名字。美国历史上 90 起规模最大的杠杆收购事件全发生在 2006 年。在欧洲，股票传统上以较低的盈利倍数交换，股权融资对企业而言更昂贵，这一金融工程的意义也就更大了。

因此，信贷和股票市场变得互联互通。股市的增长并不建立在实际发展上，而以廉价信贷为基础，西方企业在压力之下借钱度日，而非把钱投资到发展机会当中。当然，我们并不清楚是哪个市场哄抬了哪个，它们早已成为相辅相成的循环了。

这样也就很容易看出，为什么美联储想要吓唬所有这些举动背后的大银行了。然而，命中注定，银行家们携手行动只是为了让监管机构满意罢了。“身为银行监管者，这些机构严肃地对待了这件事，”2006 年年底，纽约联邦储备银行前主管杰拉德·科里根（Gerald Corrigan）狠狠地谴责银行。“到目前为止，从损失控制方面来看一切良好。”[3] 但科里根谨慎地并未宣布获胜，只是说“进展顺利”。几个月后，市场互联互通的程度以及它们助长的过度自信，就将大白于天下了。互相关联而恐怖的市场崛起，已经准备好来一轮同步大抛售了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小 结

- 信用违约掉期成为一种风险管理工作，同时也拉开了信贷系统性低估的序幕。这让融资变得廉价，抬高了世界各地的资产价格。
- 更重要的是，信用衍生产品使资金流向次级抵押贷款借款人，这把同步泡沫吹涨到了难以为继的地步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

陨落

The Fearful Rise of Markets

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 17 章

大稳健时代的终结

2007 年 2 月 27 日:“上海惊奇”

更为冒进的金融投资为领先者及其追随者带来了回报，稳定（甚或扩张）变得不稳定了。于是，扩张加快速度变成了热潮。

——经济学家海曼 P. 明斯基（Hyman P. Minsky），1975 年

泡沫靠的是低波动性和低利率，这使得金融工程有了产生的可能。等 2007 年 2 月“上海惊奇”出现时波动性增强，同时长期利率上涨，超级泡沫就差不多准备破裂了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年 2 月 27 日的黎明，和其他所有日子一样，是从东方开始破晓的。这一天很平静，亚洲没出什么大事，但不知是什么原因，上海交易员开始卖出。哪怕经过了强制性的午间休息，他们还是一个劲地卖。截至收盘，中国（如今全世界都对它寄予厚望）最大的股市指数——上证综合指数，跌了 9%。这是 10 年来最糟糕的一天。

伦敦和法兰克福的交易员似乎也被施了催眠术，欧洲股市下跌，这一年的收益尽皆泡汤。等午夜新闻播完了如此可怕的新闻，华尔街开盘就跌成了既定事实。但最坏的日子尚未到来。多亏了市场官方的“断路器”机制（用来阻止交易员在股价涨起来之前大规模卖出股票），卖出的订单逐渐累积，下午多到了几乎难以处理的地步。自从 1997 年香港崩盘逼得纽约证券交易所提前收盘以后，这些规则就确立起来，可惜它们一点用也没有。相反，大笔卖出的订单积压起来，直到交易所的电脑突然之间赶上了进度。

当天下午 2 点 57 分，道琼斯工业平均指数站在了 12 346.33 点——跌了大约 2%。到 3 点 02 分，它已降到 12 089.02 点——跌了 540 多点，这是自 5 年前“9·11”恐怖袭击之后最糟糕的日子。这一天（注定要以“上海惊奇”为名了）标志着持续多年的“大稳健”时期走到了尽头。[1]

“大稳健”是经济学家使用的一个短语，指的是保罗·沃尔克驯服 20 世纪 80 年代初的通货膨胀之后，经济呈稳定发展态势，波动性极低。衰退往往持续时间短，影响也浅。但经济大稳健，市场却一如既往地动荡——这没什么可奇怪的，因为市场的日常运动反映的是群众心理而非经济状况。尔后，随着信贷繁荣兴起，它们也享受了一段稳健时期。

波动性或担忧，可以用期权价格来衡量。芝加哥期权交易所的 VIX 指数利用期权跟踪对未来股市波动的保险费用。投资者越是愿意花钱预防未来的波动，VIX 指数越高，这就是为什么它的绰号为“恐惧指标”。长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期资本管理公司危机期间，VIX 指数高达 45。一般情况下，波动性本身就不稳定，市场稳定时它也会突发痉挛。

21 世纪头 10 年过了一半时的情况并非如此。如图 17-1 所示，波动性降到了比历史低点还低，而且保持不动。这种波动性是靠着人为的低廉信贷人为拉低的。信贷便宜过了头，市场就保持平静，2007 年，VIX 指数有史以来首次跌破 10。“上海惊奇”那一天，它涨了近 60%，达到 18，之后再未回落，市场“大稳健”就此结束。

考虑到这一背景，我们可以看出，较之先前的“大稳健”，“上海惊奇”反倒并没那么非同寻常，甚至可以说，那一天里的强烈反应以及其后跟随而来的更为强烈的波动，都是市场大稳健造成的。这正是长久以来遭人忽视的左翼独立经济学家海曼·明斯基提出的看法，随着“上海惊奇”的到来，许多人开始重新审视他的作品。明斯基认为，稳健时期带来了信贷的过度扩张，逼使其他市场参与者根据过分低廉的条件提供信贷，直到引发投机垮台。他认为，不保持常规且有益健康的恐惧之心，市场和银行就会做蠢事。低波动性让承担债务变得更容易、更安全，从而逐渐消除波动性。图 17-1 暗示，事实情况就是如此，购买企业债券而非国债（购买国债是察觉企业违约风险的指标）的大范围蔓延和股市波动性的下降近乎完全重叠。

明斯基指出，21 世纪第一个 10 年中期的人为稳定，引发了一场竞相按照慷慨条件提供信贷的殊死比拼。他说：“随着繁荣的发展，家庭、企业和金融机构都被迫采取更为冒险的活动姿态。等它们拆东墙补西墙借贷的能力达到了极限，可供选择的办法是，要么卖掉一些资产，要么暂停或放缓资产收购。”[2]

这描述的就是 2007 年的大蒸发。“上海惊奇”为什么发生其实并不重要，重要的是，它成了一个业已发生的事实。因为涉及自身利益，波动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

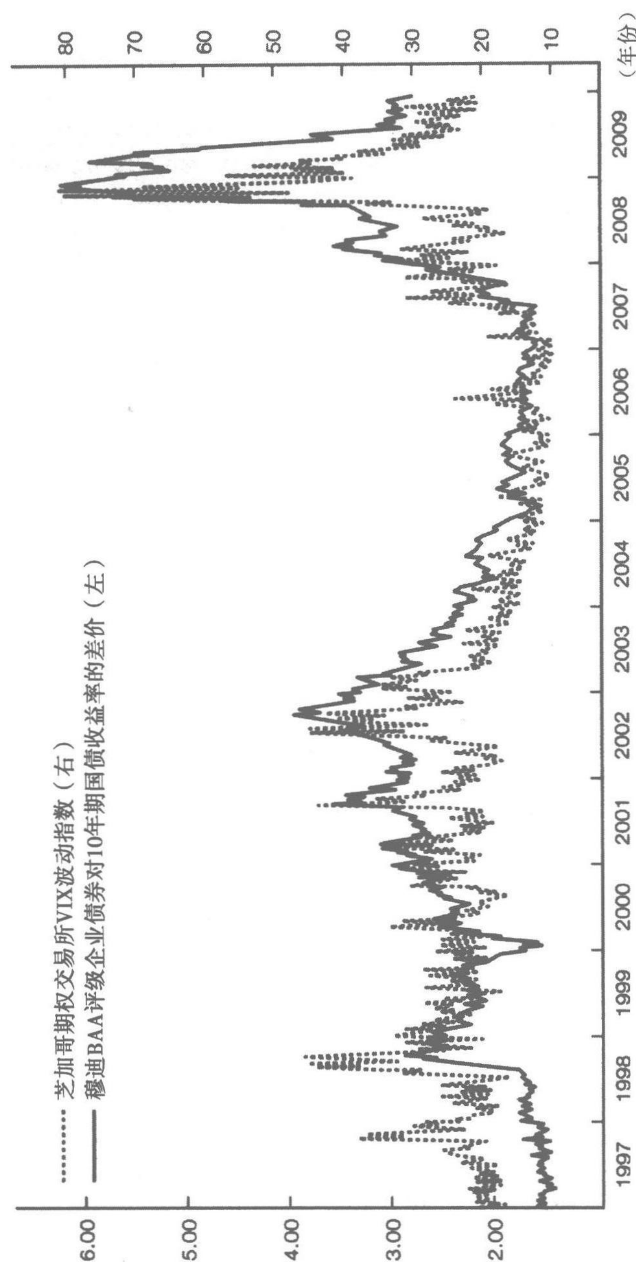


图 17-1　市场大稳健及随后而来的大崩溃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性使得金融工程师的设计宗旨发生了巨大变化。它把套利交易变成了一个危险的命题，这解释了几十年来都没有关联的日元和美国股市为什么会在“上海惊奇”那一天之后突然紧紧地关联起来。

波动性使得交易转而依靠本质上风险更大的短期信贷（占了市场上相当大的一部分）。于是借来的钱堆在了一起，越堆越高，一旦它烟消云散，市场就会猛烈转向。交易员盯着为市场大稳健添砖加瓦的各项假设，扪心自问到底能不能信，最后，他们作出判断：信不得。

这一点解释了“上海惊奇”发生的一切，上海本身并没有发生什么大事。整件事和中国没有关系。相反，幕后发挥作用的是一种完全不同的动力：相关性。“这一切的全球宏观背景在于，几乎每一种资产彼此之间都高度相关，”那天，一位交易员对《金融时报》吐露内情。“中国消费者和底特律的美国消费者不再像过去那样迥然不同。”[3]

源自美国的风险来势汹汹，一目了然。20 多家次级抵押贷款机构申请破产，衡量违约保险成本的 ABX 指数把恐惧清楚地呈现出来。1 月，它还暗示当年抵押贷款全无违约。可到两个月后的“上海惊奇”，它预测坏账率接近 40%。这让美国消费者产生了惊恐，自然也影响到了卖东西给美国消费者的中国出口商。

因此，不同市场的许多不同投资者在同一天做出了相同的判断，撤离了市场。中国头一个遇上了。市场关联太紧，美国信贷市场出了问题，竟然是中国交易员提醒美国交易员注意的。

这一轮震动过后，尽管波动性仍较高，市场还是复原了，甚至出现了抵押贷款最后一轮大发放甩卖。出于从众心理，很多银行家打着相同的算盘：其他人都在冒风险赚钱，除了赶紧加入没什么可做的了。和共同基金经理一样，银行家也是基于同僚攀比来评价的。时任花旗集团首席执行官的查克·普林斯（Chuck Prince），用一个难忘的比喻做了解释——此言一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

语成谶，几个月后他就被迫辞职了。“从流动性的角度看，音乐要是停下来，事情就变复杂了。”他对《金融时报》说。“但只要音乐还在响，你就要站起来跳舞。我们还在跳舞。”[4]

债券市场结束了这一轮的舞蹈，也结束了经济大稳健本身。债券交易员十分倚重可以在交易图表中识别出的模式。“无风险”的证券——长期国债，为整个金融世界的资产定价提供了基准，受制于强大而可靠的长期趋势。

债券收益率遵循一个周期，央行收紧利息时它便上涨。但由于沃尔克驯服了通胀，新出现的通胀高峰总比先前的那一波要低。峰值的连线呈笔直下降状。通货膨胀蚕食了长期债券偿付的价值，这意味着，通货膨胀率上涨的预期会拉低债券价格，同时抬升收益率。故此，这种下降趋势表明，人们相信通货膨胀被挤出了系统——这是经济大稳健的一大迹象。

但“上海惊奇”之后，债券收益率陡然上涨。太多宽松的信贷，只会给通胀煽风点火。交易员们扪心自问，长久以来通货膨胀下跌的假设还站得住脚吗？他们得出的结论是：恐怕不行了。

2007 年 6 月 7 日，10 年期国债收益率升到了 5.05%（见图 17-2）。这个看似不起眼的事件首次打破了 22 年来的趋势线。世界各地的交易员们立刻意识到它的意义所在，恐慌接踵而至。每个人都想转囤债券，收益率直线起飞。随后，市场大稳健时代极富想象力的金融工程的第二条重要支柱彻底倒下。

这对信贷投资产生了直接的影响，信贷投资的价格是和国债收益率挂钩的——风险越高，借款人较之国债要偿还的额外“差价”就越高。当债券收益率上升时，交易员别无选择。他们不可能进一步调低自己投资较之国债的额外风险评估了，因为新的次级贷款破产了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

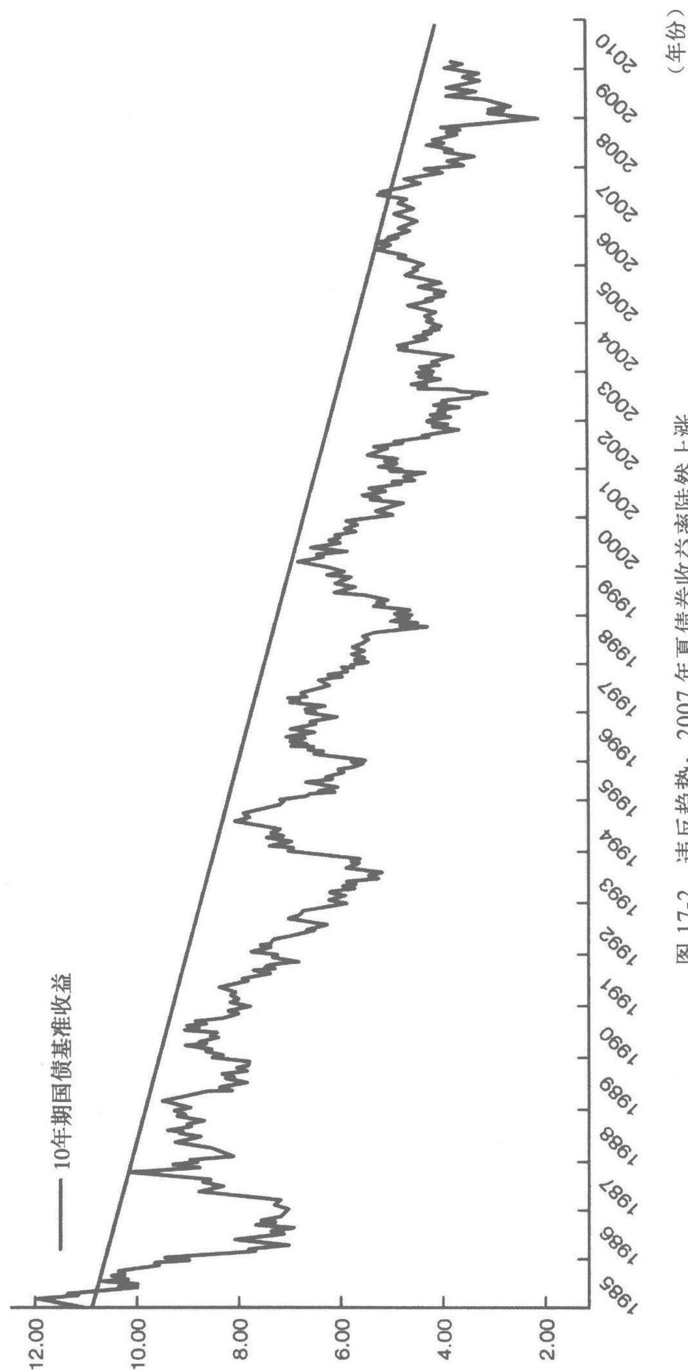


图 17-2　违反趋势：2007 年夏债券收益率陡然上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，他们无奈地接受现实——自己偿付的额外利差太低，必须提高以反映真实风险。这意味着要对风险较高的债券支付较高的利息，使之对借款人不再合算，同时削减二级市场上售出债务的价格。这一幕为结构性信贷投资的价格进入自由落体状态打下了基调。

小　结

- 泡沫背后的金融工程依赖的是低波动性和低利率。明斯基指出，这些因素可能会带来较高的波动性。一旦抽离了它们，整个结构就无法维持了。
- 国债市场敲响了泡沫破灭的丧钟。未来，它可能还会起到相同的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第18章

定量基金

2007年6月19日：贝尔斯登的一只对冲基金用光了钱

由于对冲基金行业缺乏透明度，内部协调不善，绩效和商业可行性又存在强烈关联，竞争压力会使得基金经理和主要经纪人为了获得更好的回报在‘军备竞争’中加大杠杆。

——罗闻全（Andrew W. Lo）

总会有太多的钱竞相追逐好点子，直到人满为患，挤爆崩盘，资金再流到其他地方。倘若相同的投资者蜂拥地扑进大量不同的投资，一如2007年的定量基金，人群会朝着惊人的方向移动。2007年6月，一只信贷对冲基金请求贷款方宽限还款期，引发了一场和定量股权基金无关的危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年6月19日，债券市场暴乱后没几天，华尔街第五大券商贝尔斯登运营的一只基金请求债权人援助。[1]这只基金名为“高等级结构信贷策略增强杠杆基金”，从投资者手里筹措了大约6亿美元，又靠这笔钱另外借了60亿美元。如果基金的投资真的升值了，这一杠杆将成倍增加投资者的回报。遗憾的是，该基金投资的是以次级抵押贷款做支撑的证券，它们的价值正在往下跌。

贝尔斯登试图抽身而出时发生的混乱状况，就是信贷市场真相大白的那一刻。它让与抵押贷款毫无关联的投资出现巨额亏损，以此残酷地证明了市场互联互通。

杠杆资金来自华尔街的其他大银行，贝尔斯登希望它们放弃一年的利息，减轻基金压力。这个要求太过分，遭到了拒绝。相反，银行对债券提出了要求。该基金持有的债券主要是合在一起再出售的CDO（债务担保凭证）的次级债务包，贝尔斯登贷款时以此作为抵押品。按贝尔斯登买它们时的价格，这些债务担保凭证是足够充抵贷款价值的。

可债务担保凭证不是为了交易而设计的。当时的想法是把它们买下来捏在手里，直到凭证里所有的贷款得到偿还。几乎没有专门针对债务担保凭证的二级市场。如果债权人想把自己的钱要回来，它们只能到市场上卖掉债务担保凭证。出于这个目的，银行举办了拍卖会。这样一来，2007年6月20日那天，市场上突然冒出大量的次级抵押贷款证券。一个基本的真理就此大白于天下：没人确切知道这些证券的价值，所以没人想买。和7年前的网络公司股票一样，债务担保凭证的票面价格过高，无非是因为从来没有人试过把这些价格过高的文件大量在市场上出售罢了。

这是信贷市场“大笨狼怀尔一脚踏空”的那一刻。“大笨狼怀尔”是华纳兄弟公司动画片里的卡通人物，它会飞跑着冲出悬崖边缘，无视重力一直往前跑，接着它会停下来往下看。这时候，也只有到了这时候，它跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了下去，脸上挂着愤怒而绝望的表情。市场基本上就是这样冲出了“上海惊奇”这道悬崖。为了维持次贷投资有价值的虚构说法，它们继续朝前跑着。债券收益率上涨使得虚构说法无法维持下去。到贝尔斯登的债务担保凭证最终进入市场时，大笨狼别无选择，只能往下看了。于是，它再也抵挡不住地心引力，活生生地掉了下去。

这意味着，资产负债表上持有类似凭证的银行碰上麻烦了。来自市场的冰冷证据表明它们的价格被高估了，但标低它们的价格则意味着削减银行的资产价值。考虑到银行靠着这么多担保凭证放出了大量贷款，这可能意味着承认自己破产了，这从而又解释了为什么这些虚高的价值能维持如此之长的时间。

受难基金的母公司贝尔斯登，曾以 16 亿美元外加自身信誉持久受损的代价，挽救出一只杠杆没那么大的类似基金，但这一回，它无奈地承认“增强杠杆基金”损失了几乎所有价值。[2] 对次级抵押贷款证券的信心彻底崩坏了，而信心的崩坏在互联互通的市场掀起了涟漪，进而给最不可能的地方招来了损失。

下一个受害者是一群靠计算机驱动的对冲基金，它们的投资和次级抵押贷款几乎毫无关系。“市场中性”或“长短仓”对冲基金采用一种神秘的投资形式。它们借入并卖出价格似有高估的公司股票（预先订好价格下跌带来的利润），之后又把钱投到它们认为遭到低估的股票上，平衡赌注。

这叫做“市场中性”，因为市场的方向不成问题了。要是它走低，“做空”的股票会赚钱，“做多”的股票会亏损。如果市场走高，事情就反过来。关键还要看基金经理是否选对股票，判别哪些股票相对价格过高或过低。为避免猜测行业走势，许多基金会在同一行业里选择成对的股票。举例来说，押注通用汽车公司会跌，就要另外押注福特公司会涨，两者互为平衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次贷乱局对整个市场都是坏消息，因为它暗示着消费者可供开销的钱减少了。但以抵押贷款支撑的债券价格下跌不应该影响到押宝在福特绩效优于通用汽车的赌注。这种消息或许会让两只股票的价格同时下跌，但这意味着做空通用汽车赚的钱能够平衡做多福特带来的亏损。不管怎么说，基金毕竟只投资了公开交易的股票，并没有投资那种流动性差、不能频繁交易，故此定价有误的证券。

但2007年8月7日至8月9日，华尔街头号最响的几个名字在这种投资上遭受了可怕的损失。高盛的旗舰产品“环球股票机会基金”（Global Equity Opportunities fund），那个星期里亏掉了自身价值的30%多。高盛也和贝尔斯登一样，投钱救助自己的对冲基金，这一回投了20亿美元。但倒霉的不止高盛一家。许多其他对冲基金那个星期也遭受了同样的命运，尽管整个股市呈相对平静的状态。

这些基金竟然是受了抵押贷款的牵连。要想拼凑出真相很难，但麻省理工学院对冲基金专家罗闻全的侦探工作看起来很令人信服，许多在那个星期遭受了损失的对冲基金经理也相信他的说法。[3] 他认为，8月6日，一只大型“长短仓”对冲基金平了仓，买回了自己做空的股票，卖掉了自己持有的股票。

为什么要这样做？不少对冲基金从根本上是由对冲基金的基金所拥有的，这是投资者参与市场的一种流行方式。一只基金中的基金要是在信贷投资上遭受了损失，或是不能从信贷基金里拿回钱来，很可能会打算从做空做多基金里调用资金。

要不然，开始平仓的基金兴许是因为碰上贷款人提出了要求。这恐怕极为关键。长短仓策略固然没有明显的风险，但同时也没有赚到太多钱，除非把借来的钱又扔进去。1%或2%的年回报率能靠杠杆乘以10倍，能吸引到更多人的关注。放贷人为信贷损失感到恐慌，急于收回贷款，说不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定就会要长短仓基金还钱。

罗闻全教授尝试勘测市场中性基金那一周到底发生了些什么的时候，发现它们3天内会损失6.8%，这比之前经历的任何时候都要糟。而事实上它们亏损了30%之多，原因仍然在于杠杆。一旦没了杠杆，它招来的泡沫就必然破掉。第一只基金平仓之后，它的“短仓”涨，“长仓”跌。这就让许多以相同模型为指引又下了相同赌注的基金出现损失。亏损使它们更难满足债权人的要求，于是它们也相继退出，让仍然持有这些仓位的基金遭受了更严重的损失。基金用太多借来的钱押注，以至于抬高了股价。用市场行话来说，这就叫“拥挤性交易”。

这是怎么发生的呢？ 2000年或2001年，对冲基金能动用的钱还比较少的时候，哪怕市场大跌，它们也可以靠这样押注来赚钱。可这吸引了更多的资金投入到基金当中，错误定价的股票不够多了。这么多钱做着相同的事情，错误定价往往迅速得到纠正，赚钱的难度加大。

这就带来了富达麦哲伦基金10年前遇到过的困境。它们可以关门大吉，把钱退给投资者。但它们毕竟是共同基金，不受政府严格管制，所以还有另一条出路可选，那就是继续高筑债台，借此提高回报。这意味着在相同的赌注上投入数目大得过分的资金。几年前用来维持市场有效运作的杠杆力量，现在成了招来极端低效的暴涨暴跌的载体。

许多投资者真诚地相信，即将降临的崩溃根本不可能出现。高盛的首席财务官戴维·温尼亚尔（David Viniar）竟然对《金融时报》说，市场“连续几天都出现了标准差为25的波动”。[4]

在钟形曲线上，偏离常态3个标准差的事件仅有1%的出现概率。标准差达25的事件极其罕见，很可能从未在历史上出现过。所以，温尼亚尔先生的这一番话，要么是说这些事件事实上从没发生，要么是说生成预计标准差的统计模型本身就有问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一切并没有违反法律。检察官试图给贝尔斯登的基金经理定下欺诈罪名，但失败了。2009年，曼哈顿的一个陪审团认定上述罪名不成立。[5]定量基金存活了下来，在2008年的大难中所受的损失比其他投资者要少。可惜损害业已造成。现在，抵押贷款马上就要传染给市场本身了。

小 结

- 贝尔斯登对冲基金的债权人拍卖其抵押贷款证券，却发现没有人知道这些证券的真实价值。整个系统的廉价杠杆就此撤出。
- 对冲基金依靠廉价杠杆提高回报的策略不再有利可图，应当放弃。这使得交易“过度拥挤”，杠杆抽离后就崩盘了。
- 定量模型让许多投资者选择了相同的投资项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第19章

信 任

2007年8月16日：美国国家金融公司感到了信贷紧缩

不，先生，头一件事是人品，它比金钱或其他任何东西都重要。金钱买不到它。身为基督徒，我不能把钱拿给一个我不信任的人。

——J.P.摩根，1913年有人问他商业信贷的基础是金钱还是财产时作答

金融市场依赖信任。次贷损失的不确定性引发了2007年夏天的信任危机。由于市场仍旧信任政府和央行，中央银行为免遭大难而出手干预，但这又加剧了道德风险问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“美联储睡着了！”CNBC 的权威人物吉姆·克莱默大叫道。“末日来了！在固定收益市场，我们的末日来了。”2007 年 8 月 3 日，他做了一次长达 5 分钟的激烈演说反对美联储，此时，曾在普林斯顿大学任教的经济学家伯南克已于 1 年前接替艾伦·格林斯潘出任主席一职。“伯南克是个搞学术的！可现在没时间搞学术了。他不知道外头的情况有多糟糕。他不知道！他完全不知道！”他在电视直播里尖叫。“我的人玩这场游戏已经 25 年了，他们全都丢了工作，这些公司全都歇业了！他是个混蛋！他们全都是混蛋！他们一无所知！”[1]

交易大厅的电视机往往锁定在 CNBC 上，大多都是为了看克莱默的。这番咆哮产生了影响。尽管货币市场篡夺了银行原来扮演的角色，但基本上不怎么惹人注意。所以，大多数投资者这才惊觉自己陷入了困境。克莱默告诉大家，抵押贷款的问题已经感染了货币本身的价格。

他还冲进了道德风险的辩论当中。“格林斯潘看跌”（每当市场碰到麻烦就降低利率）帮助市场崛起到现在这一高度。美联储的一些人希望采取立场，强迫市场意识到，要是市场下跌，这一回不会有“看跌”了。“惩罚将要降临到那些做出不当行为、错误判断的人身上，”圣路易斯联邦储备局长官比尔·普尔（Bill Poole）说，“我们掌握了很好的证据，说明遭到冲击的公司和对冲基金是罪有应得。”

克莱默认为，只有像普尔那样“搞学术的”才讨厌道德风险的，这种人“可耻”。理论在书面上看起来不错，但在现实世界毫无意义。只因为中央银行想表明外面有风险，太多的人会遭到伤害。

问题可归结为：“信任丧失”的幽灵溜出了世界各地的十来个交易大厅，外面的人几乎完全看不见。《哈利·波特》中有个比喻阐释了这个问题。[2] 邪恶的伏地魔——哈利·波特的死对头，把自己的灵魂分成小块，藏在世界各地的若干魂器中。除非找到所有魂器并销毁，否则根本杀不死

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他。类似地，证券化的进程在世界各地银行的账面上留下了“有毒”的次贷资产，许多资产毫无价值。没有人知道它们在哪儿，可除非找到它们，所有的银行都要受怀疑的牵连。“伏地魔的灵魂碎片”可能潜伏在任何资产负债表上。有了它，信任分崩离析。用来偿还贷款的抵押品可能一钱不值，于是银行干脆停止了相互拆借。

“回购”市场（许多银行都选择它来为自己融资）就上演了这出剧码。在回购交易中，银行只借一晚，它们以债券做抵押，承诺次日便回购。投资银行依赖这种筹资方式，意味着哪怕只有几天无法进行回购交易，它们的钱就会用光。现在，这成了近在眼前的现实。投资银行需要资金，拿出证券当抵押，可没人愿意接手，除非支付更高的利息。结果，投资银行出现了资金枯竭。[3]

一旦这种基本的信任干涸，商业票据市场就撑不住了——投资者同样不愿意借钱给大企业，哪怕短期也不干。用以资产为支撑的商业票据做债务抵押时尤其如此，因为所有的债务证券现在都有嫌疑。由于大企业往往每两个星期就要靠商业票据来筹资发薪水，市场暂时中断会带来弥天大祸。

这些枯燥的市场如同金融体系的下水道，没有人关心它们，除非有东西坏了，大水冲了上来。突然之间，没什么比它们更重要了。两个指标（或症状）向外界揭示了问题所在。其一是国库券支付的收益。这是美国财政部发行的3个月偿还的债券，这是现存风险最低的投资。投资者对商业票据等低风险投资失去信心后，它们一般会转移到国库券。额外的买盘拉低了收益，所以国库券收益率下跌表明信任破灭了。

其次，银行彼此放贷的利息（LIBOR，“伦敦银行同业拆借利率”）和国库券的利率（TED spread，“泰德利差”）有差距。伦敦银行同业拆息通常略高，反映了借钱给另一家大银行比借钱给政府稍高的风险。两者差距

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般是非常稳定的，如果它扩大了，说明银行彼此间的信任破灭了。如图19-1所示，“大稳健”时期的信任感超乎寻常地强，可到2007年8月之后的几个月就完全破灭了（见图19-2）。克莱默只把货币市场已经显而易见的恐慌说了出来，并对美联储下了战书。

在昏昏欲睡的8月下旬，危机达到了顶点。提供了全美17%抵押贷款的国家金融服务公司，发现自己很难卖出商业票据了。市场猜它遭受了可怕的损失，拒绝购买（换言之，拒绝给它提供短期贷款）。国家金融服务公司破产会对美国经济造成不可想象的损害，所以整个夏天，随着危机的加深，它的股票几乎和国库券齐步运动。只要国家金融服务公司稍有恶化征兆，投资者就竞相购入国库券。8月16日上午，它未能通过商业票据筹集到资金。随着投资者逃离一切以抵押贷款做担保的东西，该公司的股价几小时里就跌了40%，同时3月期国库券的收益率降了半个百分点，在这个市场里这可算是巨大的波动。[4]这是自长期资本管理公司以来最糟糕的一轮市场抽风。

然而，头脑稍微冷静一些的人却趁机玩起了斗鸡博弈（chicken game）。“斗鸡博弈”一词出自詹姆斯·迪恩（James Dean，美国20世纪六七十年代的演员，青少年偶像）的电影《无因的反抗》（*Rebel Without a Cause*）。电影中两个叛逆青年开着车全速朝悬崖边缘冲，谁最先掉转方向盘，谁就是输家。问题在于，赢家在获胜的过程中或许会掉下悬崖摔死。美联储有勇气坐视国家金融服务公司垮台吗？通过购买股票，交易员打赌银行体系处在这么大的险境之下，央行一定会出手救援。当天下午最后几个小时，标准普尔500指数反弹，以较高价位收盘。

第二天早晨，美联储宣布，它将把对银行贷款的贴现率从6.25%降至5.75%（国家金融服务公司的股价在4个小时内涨了60%），下一次开会时又跟进了另一次降息。交易员们感到欣慰，“格林斯潘看跌”终于取代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

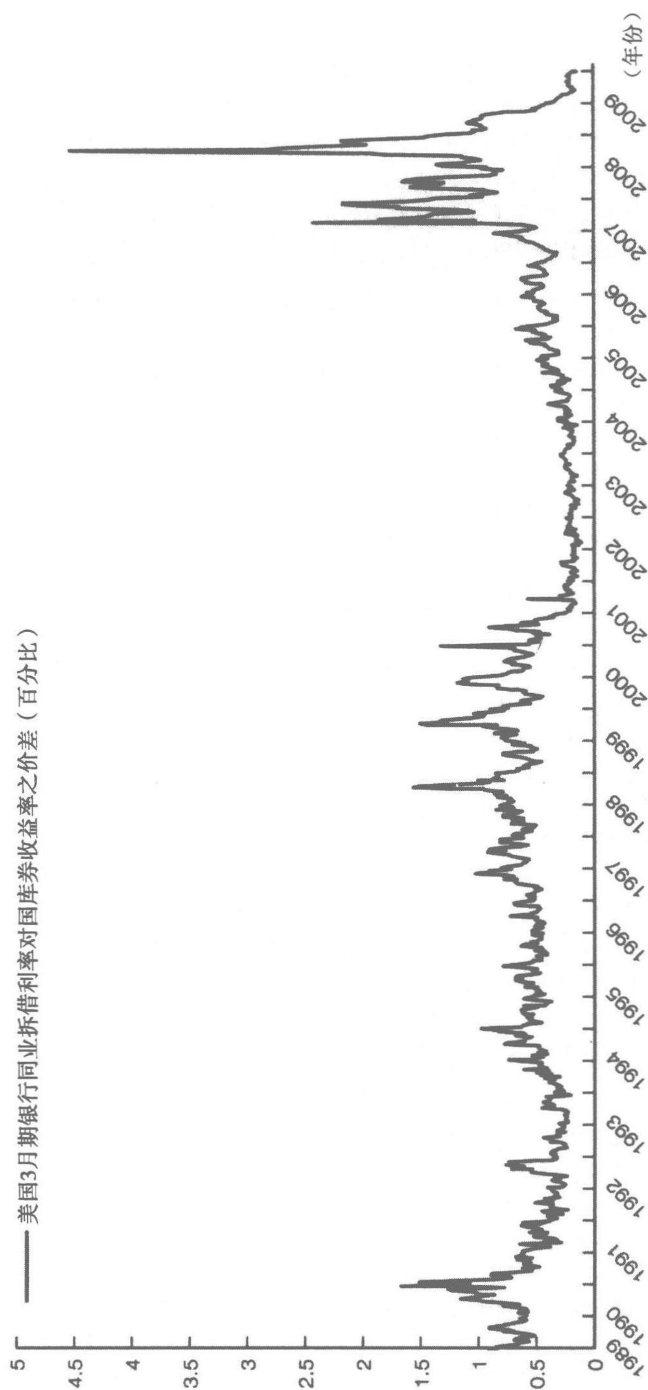


图 19-1 “泰德利差”——信任计量器

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

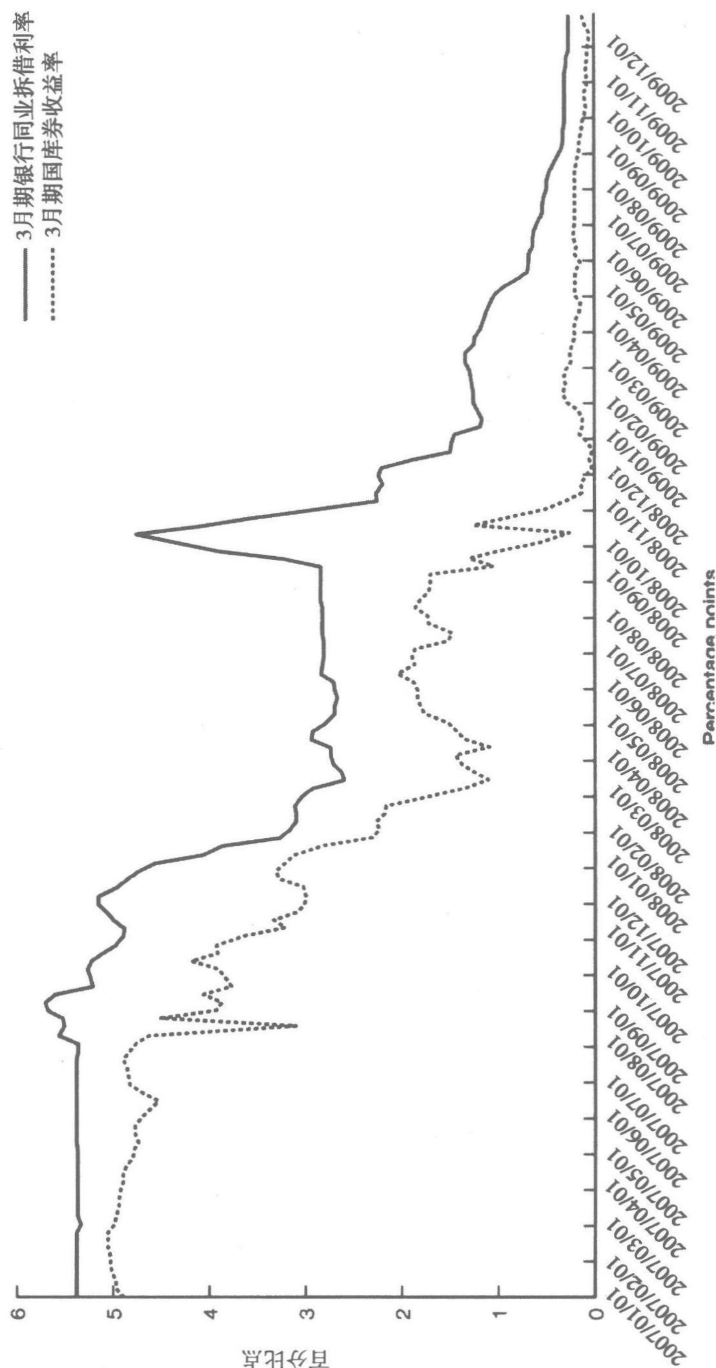


图 19-2　信任的崩溃：银行同业拆借利率飙升，国库券收益率下跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了“伯南克看跌”。国家金融服务公司危机过后的两个月，标准普尔 500 指数涨了 14%。

这是怎么回事？投资者们看的仍然是 9 年前长期资本管理公司危机时的剧本，以为出问题的仅限于国家金融服务公司，就跟之前一样。美联储的低利率将再一次推动资金涌入经济最健康、最不需要帮助的地方，一如 1999 年的科技股。

2007 年相当于科技股的东西是新兴市场。MSCI 新兴市场指数 8 月 16 日触底，尔后开始了长达 10 周的反弹。10 月 31 日万圣节时，它已涨了 40%，而金砖四国则涨了 57%。带动它们一路向上的，不是其他东西，而是西方世界对风险的胃口。套用歌手“王子”（Prince）一首歌的歌词，投资者想要像“1999 年那样狂欢”。美联储遭受了挑战，但做出了视若无睹的样子。这样，一家加利福尼亚州抵押贷款机构的资金危机，变成了巴西、俄罗斯、印度和中国公司的福音。如果有人认为这出大戏能一直唱下去，那他们错了。如今的市场很容易遭到银行挤兑的冲击，而银行也随时可能出现挤兑。

小 结

- 信贷往来在货币市场上进行时，要以信任为基础。没有信任，整个融资体系就濒临危机。
- 低廉的利率可以让货币市场摆脱困境，但它又会在无须帮助的行业掀起投机泡沫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第20章

银行挤兑

2007年9月13日：北岩银行触礁

有了这一条法律，能有效传染弱点的恐惧感消失了。结果，导致一次次失败的旧体制之严重缺陷被治愈了。[1]

——J. K. 加尔布雷斯，论存款保险

银行靠市场融资，容易遭受“挤兑”，一旦储户失去信心，就会取出存款。英国北岩银行发生的挤兑事件表明，银行挤兑仍然有可能发生。华尔街“影子银行”和其后贝尔斯登遇到的挤兑更为致命，因为它们在全球金融体系里都有投资，一家银行出现挤兑，说不定会戳破世界各地的泡沫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年 9 月 13 日晚，BBC 商业记者罗伯特 · 佩斯顿（Robert Peston）[2] 在全国电视新闻上宣布，大型抵押贷款机构北岩银行接受了来自英格兰银行的“紧急财政援助”。这次报道抢了很大的先机，因为这笔交易本来次日清晨才打算公开的。佩斯顿的用语很谨慎，以免言过其实。他第二句话说的是，“这并不意味着该银行有倒闭的危险，”他甚至还说，“北岩银行的储户们不必惊慌。”[3]

第二天一早，北岩银行的储户们惊慌失措。在线查询流量大到银行的网站不堪重负而死机。北岩银行各分行的门口排起了长队。由于这家银行以网上业务为主，分行相对较少，每一家分行的门口都形成了蔚为壮观的长长人龙。哪怕有丰厚的存款保险，储户们还是情不自禁地要这么做。政府担保，账户存款不满 2000 英镑的，全额兑现；存款在 2000 ～ 30 000 英镑的，可兑现 90%。只有超出这一额度的账户才有风险，而这个额度高出了绝大多数人的银行存款。

这起事件粉碎了民众对英国金融监管结构和工党政府的信心，它切切实实地展示了从众跟风的结果：信心在人群中不断缩小，直至彻底消失。英国政府的反应是，把对北岩银行账户的保险提高到不受限制全额兑现，这意味着储户可以认为自己的钱是借给了英国政府。之后，政府接管了北岩银行，又因为找不到买家，干脆把它国有化了。

这是自大萧条之后发达国家发生的最大的银行挤兑事件。存款保险制度消除了存款人害怕可能会失去储蓄的担忧，让挤兑变成了历史，正如额外的存款保险结束了北岩银行的挤兑。它阻止不了银行放出愚蠢的贷款，但的确阻止了它们突然损失存款（至少在北岩银行事件发生之前是这样），从而让整个体系变得更为安全。反过来说，它们支付的保费和接受的额外审查使其发展受限。20 世纪 30 年代和如今，这似乎都是很合适的权衡，但这个概念也有批评者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大萧条之前，银行挤兑和破产很常见。从理论上讲，这是因为储户把钱从银行里取出的能力是一种监控制度。挤兑是市场规律的残酷表现形式，市场有着人类监管机构永不具备的无情判断力，存款保险就是一种道德风险。因此，20世纪30年代，银行家们是反对它的，一位资深管理者便抱怨说："银行家的胜任能力，不是一种能够上保险的风险。"[4]

市场规律的问题在于，它可能不公平也不理性。监管机构可以阻止BBC佩特森报告之后出现的非理性恐慌。市场涉及群体行为，监管机构却不然。此外，银行挤兑对健康的银行并不公正。银行是靠来自存款的短期资金进行长期放贷的。这是一个天然就不稳定的模式，银行流动资金不足（用光了储户提供的现金）随时可能出现，但不一定必然破产（破产意味着资产价值低于负债，无法解决自己的所有未偿贷款和债务）。因此，依靠市场规律十分危险。尽管从理论上看，要求投资者对储蓄账户完成所有尽职调查很有吸引力，经验却表明，这行不通。在实践中，存款保险制度是有必要的国家干预措施。

问题在于，商业银行找到了规避存款保险的做法，投资银行更是从来就不在存款保险覆盖的范围内。它们主动选择了依靠市场为自己筹措资金的途径，哪怕它很容易受到挤兑的威胁。最危险的例子是结构性投资工具（structured investment vehicle，SIV），它最初是一种帮助银行为客户提供更高回报同时又不违反监管规则的策略。结构性投资工具就像是迷你银行，它购买抵押贷款证券来进行长期放贷，再以这些抵押贷款证券发行商业票据，进行短期借款。利润回流到银行，资产负债表上却体现不出风险。

由于货币市场上信任崩溃，结构性投资工具失去了借款能力，给监管机构造成了两难困境。花旗集团使用这一模型的程度比其他银行都要高，一度运作着价值800亿美元的结构性投资工具。[5]和北岩银行一样，花旗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的债权人（这里倒不是储户了，而是商业票据买家）也“罢工”了。从逻辑上看，如果结构性投资工具的债权人拒绝借出更多钱，下一步花旗就要“大甩卖”自己持有的抵押贷款债券，逼得市场继续下跌。

欧洲银行开始援助自己的结构性投资工具，把它们放到资产负债表上。美国财政部则试图组织一种“超级结构性投资工具”，从商业票据市场筹集贷款，买入其他陷入困境的 SIV 债券，但银行挤兑飞快蔓延开来。许多人相信，超级结构性投资工具只是为了避免花旗银行损失而开展的援助行动，资金从未到位。[6]

这种无形的银行挤兑把世界市场从历史高位拉了下来。2007 年 10 月 31 日万圣节（也称“鬼节”）这个不祥的日子，MSCI 世界指数和新兴市场指数创下了纪录。次日一早，时任纽约加拿大帝国商业银行（CIBC）世界市场分析师的迈瑞迪斯·惠特尼（Meredith Whitney）送来一份报告，说花旗需要筹集 300 亿美元的新资本，才能负担它被迫核销的资产成本。[7] 这就意味着增发新股（同时稀释股价），削减股息。

第二天，花旗集团的股价跌了 7%。出于同样的担忧，瑞士最大的银行瑞银跌了 5%，与此同时，涵盖了各大银行浮漂的标准普尔金融指数跌了 4.6%，是自 8 个月前“上海惊奇”以来，4 年里下跌最厉害的一次。

为什么对花旗银行结构性投资工具的担忧，最终竟然结束了新兴市场的反弹呢？从逻辑上看，如果全世界最互联互通的花旗银行出现挤兑，新兴市场上的资金很快会减少，这对美国——全世界买家的最后希望所在，其自身经济的影响就不妙了。此外，许多投资者都要偿还债权人的债务，这就意味着要赶紧趁新兴市场投资仍有利润时将之卖掉。市场的互联互通让危机蔓延到了全球。

4 个月后，另一家银行又出现了一轮严重程度上新高的挤兑危机。贝尔斯登是华尔街第五大投资银行，它积极通过货币市场进行短期筹资，可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年它没能额外筹集到任何资金。如今为时已晚。根本的问题仍然是它持有的资产价值可疑。市场对这些资产没有信心，故此货币市场的投资者拒绝向贝尔斯登提供经营所需的短期资金。与此同时，许多对冲基金把贝尔斯登视为“主要经纪”（prime broker），也就是说它们把资金存放在这家银行。万一贝尔斯登破产，它们的资金就有可能碰上麻烦，所以它们赶紧把钱转移出去。

这次银行挤兑还有一个额外因素。许多人利用信用违约掉期，买了对贝尔斯登违约的保险。购买信用违约掉期的投资者越多，保护的成本就越高。保险费用越高，贝尔斯登借钱的成本就越高。但这又不仅仅是一种保护。购买贝尔斯登信用违约掉期就是押了注，打赌它会倒闭。故此没有必要持有任何贝尔斯登的债务。相反，它就像是给一座并不属于你的房子买保险——你本身并没有风险，但如果它烧掉了，你反倒能赚钱。

因此，交易员购买的保障就变成了投机性攻击。买保险的钱越积越多，贝尔斯登筹集新资金也就越来越困难了。这损害了它的股价。投机者趁机卖空股票，靠着股票下跌和保险费用上涨赚钱。股价下跌提高了贝尔斯登发行新股筹措资金的成本。

到3月13日星期四晚，贝尔斯登手上只有20亿美元现金了，而这周刚开始时，它还有180亿美元现金。它告诉监管机构，次日一早就申请破产。结果，政客们采取了一系列仓促的行动，安排了一桩交易，强迫贝尔斯登以每股10美元的价格卖给摩根大通——另一家更强势的投资银行。不到一年前，贝尔斯登每股的交易价尚为170美元。美国政府拿出300亿美元做担保，劝说摩根大通成交。[8]

贝尔斯登不是商业银行，但它筹资的途径使它容易遭受老式银行挤兑，而且卖空和违约掉期又让挤兑变得更加来势汹汹。挤兑让贝尔斯登的管理者们束手无策，完全失去了控制力。由于贝尔斯登的主业就是为对冲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金提供贷款，持有其账户，大量参与信用违约掉期活动，骚乱性倒闭可能会让世界各地的市场出现连锁挤兑事件。这一回，不是规模太大而不能垮，而是联系程度太深而不能垮。

然而，拯救贝尔斯登也带来了自己的问题。贝尔斯登危机最糟糕的时候，标准普尔指数跌了20%多，从多方面来看，这都是典型的“熊市”表现。但人们希望，贝尔斯登事件标志着这场危机的结束。他们的反应是买入石油下注，可惜这种做法里也孕育着自我毁灭的种子。

小 结

- 存款保险制度几乎消除了银行挤兑现象，可货币市场又重新找到了迂回的出路。
- 投资银行选择回购市场来融资，容易遭到挤兑。
- 这些银行紧密地关联在一起，它们出现挤兑可能会引发无数其他市场的崩溃，贝尔斯登挤兑事件就表明了此种危险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第21章

巴士底日：自反市场

2008年7月14日：巴士底日结束了通胀恐慌

第一，市场价格总是扭曲它们应该反映的基本现实。失真的程度高低不同，有时可忽略不计，有时则意义重大。第二，金融市场并非单纯扮演一个反映基本现实的被动角色，它还有主动的作用：它们可以影响自己应该反映的所谓基本面。

——乔治·索罗斯[1]，对他的市场理论的两大原则进行解释

同步的市场扭曲人们的感知，强迫政治家和投资者重犯历史错误——但在其自身矛盾下，最终走向了崩溃。2008年，投资者同时押注打赌银行崩溃、石油冲上高峰，在信贷危机期间引发了通胀恐慌。恐慌结束时，石油、外汇、股市彻底颠倒，为崩溃奠定了基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7 月 14 日是法国大革命时期的“巴士底日”，这是革命的一天，市场旧政权垮台了。进入巴士底日，2008 年有了一种新的赚钱途径：那就是跟山姆大叔打赌，和美联储对着干。逻辑如下：美国的金融体系受到重创，美联储放弃了逃离通胀、回避道德风险的一切尝试。相反，它会通过降息和其他一切必要举措，全力以赴拯救美国银行。市场对此的反应无比极端，它迫使央行通过提高利率来对抗通货膨胀，从而绞杀市场重整旗鼓的苗头。

这是“负反馈循环”的一个典型例子，投资者乔治·索罗斯称之为“反身性”（reflexivity）。索罗斯的意思是，我们对世界的看法（通过购入和卖出来表达），可以改变世界本身。一旦市场变得自反，它们就不再反映之前的“现实”，而开始反映人们存在缺陷的感知，虽然市场的“现实”并不因此减少半点“真”。2008 年夏天的自反事件，就成了可以收入教科书的案例：同步市场如何演变得强迫政策犯错，危害经济。

连锁事件如下。救援贝尔斯登和降息后，交易员推理认为，美联储要放弃货币了。于是他们打赌美元会跌。诚如 20 世纪 70 年代的经验所示，打赌美元会跌的绝妙方式是买入石油，美元下跌，石油的价值却保持不变。他们还可以在外汇市场上直接卖掉美元，买入其他货币。对“脱钩”和金砖四国等宏大概念的信心，让这一切显得更为合理。

然而，要是对冲基金真正想赚钱，它们还可以更激进些，卖空美国银行的股票，买入石油。这是一桩相互关联的赌：美国银行会继续走弱，用来拯救它们的廉价资金会削弱美元，让资金涌出美国。就像拯救长期资本管理公司后出现网络股反弹，或是 2007 年金砖四国热潮一样，它们打赌用来救助病人的廉价资金会流向世界经济本来就强而有力、受了过度刺激的部分。

这种交易的回报十足可观，图 21-1 表明了卖空美国银行股票、利用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

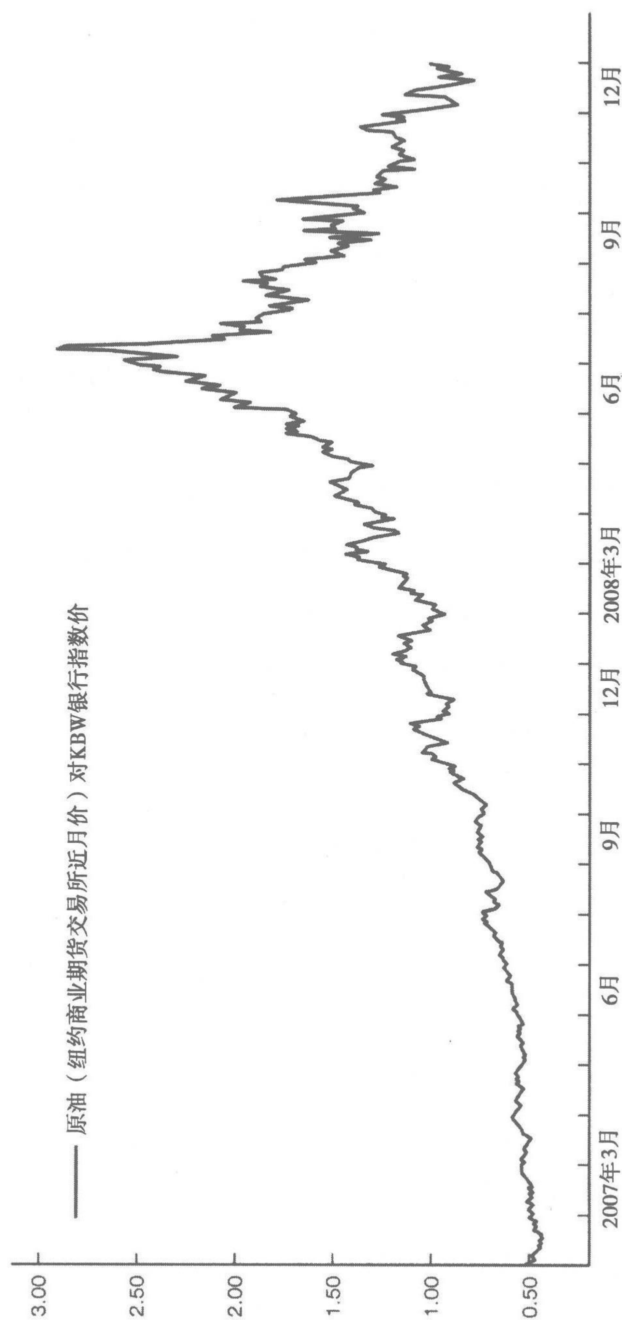


图 21-1　对赌山姆大叔：买石油，卖银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所得资金购买原油期货的回报。到7月14日，这个行业的当年利润已达168%。世界其余地区也呈类似发展趋势，只是略微低调。卖空包括大部分发达国家银行（这些银行大多数都受了美国房市的牵连）的MSCI世界金融指数，净收益达114%。

7月，石油价格涨到了每桶145美元，较之去年8月翻了一倍，是去年1月时的3倍，这和石油全球需求逐渐下降、供给提高的大背景背道而驰。

这种交易带来的较长期问题在于，它缺乏内在的逻辑。如果美国真的陷入了严重的银行危机，它的经济活动将会放缓，购买的石油也会减少。它是全世界最大的石油消费国，所以这意味着油价会跌不会涨。但在若干市场抬高了石油的资金流，大得让油价涨到了极端的地步。

这种“卖空山姆大叔”的交易带给各国央行难以容忍的压力。石油是构成消费一揽子价格的重要组成部分，而消费一揽子价格是通货膨胀指数的基础，油价上涨直接带来了更高的通货膨胀（20世纪70年代就是这样）。现在，市场似乎不再信任央行能控制住通货膨胀，美国就只能回归“石油本位”，像20世纪70年代那样让它主宰自己的经济。这就是反身性——交易员押注打赌通货膨胀来临，结果正好加速了通货膨胀的来临。

信贷危机通常会导致通货紧缩。但由于石油向上狂飙，央行行长们的视线偏离了信贷市场，被逼得要向通胀宣战了。事实上，有几位央行行长简直要向彼此宣战了。

央行行长们试图闭口不谈自己国家的货币能否避免通货膨胀。但6月3日在巴塞罗那召开的一次会议上，伯南克通过卫星发言，差不多把话挑明了。他抱怨“进口价格和消费物价通胀出现不受欢迎的上涨”，还他“关注”美元疲软可能对通货膨胀及通胀预期造成的影响。一旦美元疲软，进口价格上涨，通货膨胀会不可避免，所以，谈到这一前景显而易见是想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推高货币。

两天后，欧洲央行的让－克洛德·特里谢（Jean-Claude Trichet）更进一步，差不多是许诺加息了。他宣布，他“提高了”欧洲通货膨胀率预期，存在高油价带来“工资/物价螺旋上涨”的风险，“我们处于高度警惕状态”。他还预测，经济年增长率很快会在1.5%触底，之后便会恢复。

加息能对抗通胀，但它也让欧元兑美元更强势，因为它提高了以欧元计价的存款所支付的利息。因此，美元在混乱中下跌，许多交易员遭受严重损失。如果央行行长担心通胀，从逻辑上看，买入石油必定是合理的。由于如今的市场不可救药地紧密联系，石油继续上涨，卖空银行的行为也愈演愈烈。奇怪的是，它又进而暗示，如果真的想要打击通胀，欧洲央行应该降息，因为欧元疲软或许能让石油跌下来。

这是反身性最致命的地方。不管出于好坏原因，一旦石油价格上涨，它对经济就造成了真正的影响，改变了世界两大经济体中的利率等关键要素。交易员买入石油，明智地对冲美国利率下跌；但他们买了这么多的石油，却又逼得央行提高了利率。他们非但没能对冲掉糟糕的经济后果，仓促地买入石油反而带来了一个严重的政策失误，联手铸成了经济灾难。

同时，交易攻击银行的一面，同样达到了自我毁灭的极限。在银行急需新资金时卖空银行，和购买石油对冲通胀一样，是一套能够自我实现的预言。最近一轮陷入困境的机构是美国抵押贷款市场的两大支柱——房利美和房地美。显然，它们没有足够的资本维持不断增加的亏损。它们借不到更多钱了，这是它们遭遇麻烦的起点，可股价下跌又使得它们无法提高股权。许多银行持有房利美和房地美发行的债券或股票，于是交易员们把这些银行的股票也卖掉了。

这样一来，市场创造了一个油价飙升、美国金融机构失败的“现实”。但在巴士底日当天，“卖空山姆大叔”交易被自己的重量给压垮了。它从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未合乎过情理，哪怕短短几个月它就带来了许多的钱。此刻，世界各地多个市场的多名行为人使得新现实开始发挥影响。

7 月的头一个星期，欧洲央行表示它不会进一步提高利率，所以推动中央银行抬升美元的成功叫牌行不通了。7 月 13 日，美国政府为房利美和房地美的债券提供担保。它们不能垮。银行重整旗鼓。

同一时间，世界另一端的中国，开始阻止自己的货币上涨。此前的 3 年，中国政府允许人民币对美元的汇率有控制地、稳定地提高了 20%。它纠偏了震惊美国的全球经济失衡，没有引起重大货币危机，也有助于中国本身防范通胀。但中国突然决定不再让人民币对美元汇率上涨了，只是同时又允许它对除日元以外的所有其他货币上涨。

在其他条件保持不变的情况下，这一举动会让美元升值——既然人民币与美元挂钩，而人民币兑欧元上升，那么从逻辑上说，美元亦然。美元升值能降低油价，而油价和美元起步上涨，显然损害了中国的工业。所以说，他们的行动为此后的油价下跌出了一把力。

既然欧洲、美国和中国政府都认为美元应该升值，巴士底日这一天它果然升了，对除了日元之外的所有货币都暴涨，让许多打赌美元会跌而买了美国之外其他地区股票的投资者处在了不利地位。随着资金回笼美国，美元继续上涨，到当年年底，美元对欧元的汇率已经从最高的 1.59 ：1 降到了 1.25 ：1。

美国银行股价上涨和美元升值给囤积石油的投资者造成了损失。所以，在巴士底日，他们吐出了利润。由于石油行业并无利好消息，石油开始直线下降，一路跌到 12 月，每桶的价格跌去了 35%。凡是卖空美国银行、买入石油，跟山姆大叔对赌的交易员那年应该都亏了钱，因为尽管油价在年中时涨到了峰值，但那年的整体跌幅却比美国银行的股票还厉害。

由于油价暴跌，市场对通货膨胀的恐惧瞬间烟消云散。对金砖四国、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对商品，对“脱钩”的信心也随之化为泡影。靠押注金砖四国而从金融市场乱局中存活下来的投资者这回犯了大错，损失惨重。没有了能在 2008 年赚钱的唯一出路，他们不得不走上“去杠杆化”的痛苦过程——卖掉持有的资产，筹钱还债。可惜这种做法也很快现出恶果。

小 结

- 市场是自反的——它们可以自己创造现实。
- 2008 年，美元和美国银行出现的挤兑及油价高涨迫使世界各国央行和政府做出了严重失误的政策。
- 油价高涨是道德风险、廉价资金和对冲基金推动趋势走得太过火所导致的结果。
- 对未来的教训是：世界仍然维持着“石油本位”，完全违背经济现实的市场复苏应当避免。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第22章

雷曼的教训

2008年9月15日：雷曼兄弟“失去的周末”

所以我才是笨蛋喽？

——雷曼兄弟公司首席执行官理查德·福尔德
听说救援协议失败之后[1]

雷曼兄弟公司破产引发了市场崩溃。美国政府试图表明，它不会再一次次援救莽撞投机，可惜为时已晚。于是，货币市场基金遭遇了“银行挤兑”，全世界的市场都陷入瘫痪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年 9 月 13 日和 14 日，华尔街"失去的周末"，几乎在发生的同时就传入了流行文化。那个周末，美国第四大投资银行雷曼兄弟申请破产；第三大投资银行美林，把自己卖给了美洲银行；世界最大的保险集团美国国际集团，乞求政府援助。短短几个月，市面上所有的书全都在谈论它。电影无疑会很快跟上。事件当事人的各版回忆逐渐传递给了公众，很明显，这一系列事件本来轻易就能换个好点的结局。

但雷曼是怎样进入这样一种状况，它的垮台又是如何引发了历史上最为同步的一场金融危机的呢？美国政府尝试解决自 1998 年挽救长期资本管理对冲基金以来积累的道德风险，雷曼的破产就属于这轮尝试的一环。只可惜，政府无奈地发现此刻为时已晚，因为道德风险根深蒂固，想不引发灾难就将它连根拔起根本不可能了。用货币市场替换上了保险的银行，带来了银行挤兑的风险。此外，货币市场提供杠杆融资交易，这意味着银行挤兑会迅速在多个市场引发多起灾难。

雷曼崩溃的第一个关键事件出现在 9 月 7 日星期天，美国财政部部长汉克·保尔森（Hank Paulson）在不必要的时候抢先采取了行动，将房利美和房地美收归国有。人们对房利美和房地美确实丧失了信心，但在那个周末出手，并没有什么特别的理由。很多人，包括这两家公司自己的高管，都感到了诧异。

债务持有人得到了保护。买入两房债券的外国政府相信它们稳妥如同国债，美国在政治上有义务兑现这些债务。但股东，包括优于普通股持有人的"优先股"股东，则全体遭到抛弃。许多美国小型商业银行持有优先股，把它们视为安全投资，所以这一举措撞垮了它们本来就岌岌可危的财务状况。保尔森试图表明，这么做是为了扑灭自拯救长期资本管理公司以来造就的道德风险，他成功了。持有银行股的风险感升级了。

接下来的问题是，谁会是下一个呢？答案显而易见：现存的规模最小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资银行——雷曼兄弟。它和先前的贝尔斯登一样，遭受了信贷损失，而且它直接拥有一份可能蒙受亏损的大型商业地产投资组合。和贝尔斯登事件一样，交易员卖空雷曼的股票，买入违约保险。雷曼兄弟公司的倒闭并不因它而起，却因它确定了爆发的时机。

9 月 15 日，雷曼兄弟没有了开盘交易的能力。如果当时找得到一家银行，能扮演摩根大通接管贝尔斯登那样的角色，救援说不定能上路。可惜在那个混乱又沟通不畅的喧嚣周末，没有买家现身。[2] 于是，雷曼兄弟就只能走申请破产这一条路了。

这一决定导致了灾难。但分析其后发生的事件，就算 2008 年 9 月挽救了雷曼兄弟银行，也只不过是暂缓之计，整个系统已经上了崩溃的轨道。除了坚信“承担了糟糕的风险就要承担恶果”会给金融体系带来好处，保尔森和他的很多同事似乎都认为，贝尔斯登倒台过了 6 个月了，相关公司应该准备好紧急应变计划了。

但这些公司并没有这样的计划。在雷曼公司存放资金的对冲基金发现自己的钱被冻结起来了，它们残废了。无法筹集现金，它们只得卖掉持有的其他资产，在从前并不关联的市场引发了混乱。

星期二纽约股市收盘后，真正的恐慌到来了。40 年前就开辟出货币市场上基金的“储备基金”（Reserve Fund）承认，自己旗下的“初选基金”（Primary Fund）持有雷曼发行的 7.85 亿美元债券，现在一文不值了。管理公司没法弥补这么大的差距，所以投资者投资的每一美元，它只能偿还 97 美分。换句话说，它“跌破面值”了。仅仅几个星期前，储备基金的董事长还对投资者们说，“保证能让他们睡个安稳觉”。更雪上加霜的是，投资者还必须等待 7 天才能拿到钱。

几乎就在同时，政府宣布向美国国际集团（AIG）借款 850 亿美元，参与回报分红，这基本上相当于国有控股。这非常可怕，因为 AIG 在利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用信用违约掉期来担保债务的流程中有它自己的角色。有了它的保险，欧洲大部分的大银行就能有效地假装自己资产负债表上的债务远超其市场获利所值。没有 AIG 的保险，欧洲银行金库和高盛等美国投资银行里存着的信贷投资就没法再评到 AAA 等级，价值也会下降。根据巴塞尔协议，这意味着银行不得不寻找更多的资金来支撑维持自己。因此，AIG 的失败将危及欧洲银行体系的偿付能力。

金融家比公众更准确地理解到了这些事件的含义。它们隐含着这样的风险：客户把自己的银行卡塞进 ATM 提款机，却没有钱吐出来；公司发不出下个星期的薪水，信用卡也无法使用了。经济后果难以想象。金融家们看出，如果连 AIG 都需要这么多救援，一场超乎想象的大难临头了。

星期三市场开盘时，这一切引发了彻头彻尾的恐慌。投资者们想撤出货币市场基金，而货币市场基金则想撤出一切没有美国政府担保的投资，结果造成了市场银行挤兑。那一周里，机构持有的货币市场基金跌了 1760 亿美元，除政府债券之外的基金资产跌了 2490 亿美元。购买国库券的狂潮让其回报率降到了 1941 年以来的最低点——0.02%。安全感变得前所未有得昂贵。以这样的条件，没有一家公司能为自己筹集到资金了。

现在很明显，货币基金公司多次出手干预，不让任何一只基金“跌破面值”，使得投资者相信货币基金的风险不比银行账户大。小小地亏损 3%，就足以动摇这个信念了。在很大程度上，货币市场基金能获得眼下这样突出的地位，就是因为它们不像银行，无须支付存款保险。雷曼破产后出现的挤兑表明，它们和从前没有存款保险时的银行一样容易遭受挤兑的威胁。

事实上，政府对货币市场基金挤兑及 AIG 危机的回应，正是有效地提供存款保险的做法。它全额偿付 AIG 的合同（涉及对银行超过 220 亿美元的付款），并为货币市场基金提供联邦担保。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是对纠正道德风险尝试的撤退。可惜投资者在雷曼事件后数日内的反应表明，系统中的道德风险已经发展到空前的程度。房利美和房地美的优先股股东、雷曼兄弟公司的交易对手、储备基金的客户、AIG的客户都以为自己的投资有了保障。这种愉快的假设广为接受，使得市场再稍有不慎也会让局面变得更为恶化。雷曼兄弟公司倒闭证明，解决道德风险为时已晚，市场对政府帮助变得太过依赖。

政治家们别无选择，只能靠援助莽撞的机构、重新向体系里注入道德风险来重振信心，于是这为吹涨另一波泡沫提供了所需的廉价资金和过度信心。对此，投资者们很清楚。

9月最后一周，政府做出反应之后，市场出现了最大的一轮反弹。卖空活动遭到禁止，保尔森宣布了一项耗资7000亿美元买入有毒债务的方案。那一周，股市以高于开盘的价位收盘。这轮反弹表明，市场仍旧信任美国的政治家。接下来的问题便是，这种信任有道理吗？

小 结

雷曼兄弟公司的倒闭证明：

- 它牵涉太广，关联太强，不允许失败。
- 面对挤兑，货币市场基金十分脆弱。
- 太多道德风险嵌入了市场，让一家大银行倒闭太过冒险。它迫使政府重新创造道德风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第23章

政治和制度

2008年9月29日：美国国会投票否决了不良资产救助计划

现在，和历史上一样，财政能力与政治敏锐性成反比……因此，人们眼下总是鼓吹无所作为，哪怕它意味着未来深陷困境。这里面深藏着对资本主义的威胁。它使得人明知事情大错特错，却还要说基本上合乎理性。

——J.K. 加尔布雷斯，1954年著《1929年大崩盘》（*The Great Crash 1929*）

就市场而言，对政治制度的信任至关重要。一旦失去了这种信任，再想把它复归原位，代价就太大了。美国国会否决了不良资产救助计划之后，当时的欧盟无力对欧洲银行挤兑做出协调反应，市场失去了对政府的信任，超级泡沫破灭了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纽约证券交易所大厅里的交易员们可不会花太多时间观察政治，他们更关注股票的价格。但2008年9月29日那天，事情变了。

美国刚刚经历了一个星期的政治大戏。站在各自的道德立场上，国会里左右两派人物都讨厌保尔森提出的所谓“不良资产救助计划”。他的想法是购买陷入困境的抵押贷款债券，为持有这些债券的银行缓解压力。对左派而言，这等于是坐视受苦受难的普通民众，却援助华尔街的富人。右派的人则认为该放手让市场发挥作用。况且，离改选还有1个月，竟然要他们批准一项高达7000亿美元的救市方案。时任美国总统小布什面色苍白，在全美国电视广播上推销这笔交易，两位总统候选人奥巴马和麦凯恩则在大张旗鼓地高唱反调。

最终商讨出了妥协议案，众议院两党人马决定投票表决。交易员们以为，涉及利害这样大，除非一准能通过，要不然，议员们不会这么做的。不管怎么说，事情似乎很清楚，政治家们别无选择，只能捏着鼻子不情愿地通过这项议案。

星期一上午，众议院开始辩论，交易大厅里气氛凌乱，交易也进行得不怎么积极。政客们发出令人不安的背景噪声。等进行到对财政部7000亿美元救市方案投票的环节，整个华尔街都停下了脚步。电视屏幕上的选票统计数字慢慢往上涨，但令人难以相信的是，否决票竟然比赞同票累积得更快。投票结束时，否决票仍然领先。电视评论员迟疑着，不知道这是否意味着救市方案泡了汤，但交易员们做出了唯一合理的反应——他们疯狂卖出。

正常情况下，华尔街内部的大部分交易都出现在日头和日尾，交易员则负责协调从外面接来的订单。哪怕是特大新闻也不能破坏这一模式。可这一天，午后开盘短短几分钟，订单就以超乎往日任何时候的速度喷涌进来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道琼斯工业平均指数净跌 777 点，创造了历史上最糟纪录。仅在美国，总市值就挥发了大约 1.5 万亿美元，是救市方案中所需资金的近两倍。由于美国股市大部分归根结底属于纳税人（如养老基金等），至少最初看来，国会否决救市方案以保护选民个人开支的努力，起到了适得其反的作用。

对市场而言，问题不在于救市方案涉及了多少金钱，甚至也不在于有毒资产上。这套计划太仓促草率了，许多人认为救市方案应该有个完全不同的结构。然而，正是国会在无意中表明，选民们不能依靠政客来修缮自家的房子，不能指望他们能在需要的时候采取行动，甚至不能期待他们关注重要的财政问题。市场赖以维持秩序的制度根本无法正常运作。人们从前总觉得投资新兴市场的话，像这样不中用的制度就属于风险的一部分；可现在才发现，美国的政治体制也不见得有多好。

用投票表决存疑的问题，并眼睁睁地看着救市方案泡了汤，比什么都不做更让人失去信心。在纽交所交易大厅工作了 47 年，时任负责人的阿特·卡辛（Art Cashin）评论说，这就好像交易员们搭乘着船冲进了暴风雨里，却突然看到船员和水手们互相扭打了起来。[1]

这才是真正的剧毒。最终通过了不良资产救助计划（4 天之后通过，援助资金数目庞大，还向投否决票的议员选取派发了一大堆不相干的政府慷慨赏赐，即俗称的“猪肉”）之后也没能纠正问题。毫无疑问，政客们不了解事态，也没有共同采取行动。世界各地的投资者都聚焦在了以下风险上：其他国家的政客处理这样的局面，恐怕也不会比美国人好多少。

美国建国 200 多年了，它的政治制度和机构都很稳定。那么，欧盟还能有什么机会呢？一群不同的国家，说不同的语言，有些国家还有着长年的历史积怨，面对同样棘手的困难，它们肯定会大打出手。就在美国国会否决不良资产救助计划的同一天，爱尔兰通过公布了一项极为慷慨的存款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险，堵住了一场银行挤兑的苗头。它把保险额度提高了5倍，从2万欧元到10万欧元的每一笔存款都保证全额兑现，这成了欧元区迄今为止最慷慨的存款保险计划。第二天，它更进一步宣布对全国所有存款担保。他们有很大的动机这么做，因为爱尔兰的银行体系的确是“大得不能倒”的程度，其资产总额是全国国民生产总值的4倍有余。相比之下，美国银行资产仅和国民生产总值相当而已。[2]

焦急的欧洲人开始把资金从当地银行提出，转移到爱尔兰。因为欧洲账户多以欧元计价，靠网上银行就能很轻松地转移资金了。于是，资金从欧洲各大银行蜂拥而出。各国试图给存款保险定出一套总额3500亿欧元的共同标准来（这个主意本身似乎出自法国），但到了周末，会谈便陷入了不怀好意的激辩。

弥漫在欧洲的传统敌意再一次冒出泡来。那周星期四，德国总理安格拉·默克尔（Angela Merkel）在会谈上投下深水炸弹。她说：“（我国）联邦政府不可能也不会对所有银行发出一张空白支票，不管它们的行为是否负责任。”[3] 可到了星期日，随着恐慌的蔓延和深化，她只好自食其言，宣布德国政府为本国所有私人银行账户提供担保。[4]

这充分暴露了欧洲政客们无法用同一个声音说话的顽症。危机出现时必须迅速做出决策，可它庞大而笨重的制度却无法做出协调的反应，尤其是欧洲的银行比美国更加臃肿，更难以援助。民众对政客的信心全失。

人们往往理所当然地认为银行系统应该运作良好，政治制度应该有条有理、前后一致。只有当它们缺了位，人们才会注意到。可妥善的治理事关重要。缺乏强有力的制度，没有投资者信得过的政治家，这是新兴市场比发达市场便宜的重要原因。现在的事实证明，发达国家并不见得更好。2008年9月底，市场突然失去了数十年来美国和欧洲政府给予市场的“稳定红利”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除非找回信心，否则便不可能重整旗鼓。事后人们才知道，买回信心的代价，比最初紧急救援计划里提出的7000亿美元要高得多。

小结

- 协调的政府制度是市场正常运转的必要条件。
- 对美国和欧洲政府应对银行危机的能力失去信心，为2008年的崩盘提供了最后的催化剂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第24章

多元化的悖论

2008年10月6日：世界市场遭受了一场互相关联的崩盘

乔恩·斯图尔特："我母亲75岁了，她接受了长期投资才是阳关大道的想法。你猜后来怎么着？"

吉姆·克莱默："它不管用呗。"

——2009年3月11日，投资大师克莱默在喜剧中心《每日秀》（*The Daily Show*）节目上接受乔恩·斯图尔特的采访

2008年10月，几乎每一种类型的资产都以前所未有的方式一起崩溃了。这给世界各地绝大多数的投资者带来了损失，表明他们需要全新的方式来降低风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年 10 月 6 日，星期一，保持乐观的一切理由全都用光了——银行出现挤兑，政府显然解决不了，经过了数十年道德风险和投资者从众行为的追捧，市场被严重高估。市场有史以来最糟糕的一星期就这么出现了，它颠覆了所有正统投资理论，证明全世界的市场早就陷入了一个同步泡沫。

星期一市场开盘，标准普尔 500 指数是 1099.23。到星期五上午，它跌了 23.5%，为 839.8。就这一点而言，它是美国股市破纪录的最糟的一周，哪怕算上 1929 年股灾之后的熊市亦然。

更超乎寻常的是，各种市场不分青红皂白全线飘红。MSCI 涵盖了除美国外各发达市场的 EAFE 指数，那个星期跌了 22.4%；MSCI 世界指数跌了 22.5%，新兴市场指数跌了 21.3%。投资者认为和之前所有问题“脱钩”了的金砖四国指数，跌了 21.6%。短短一星期，世界所有的市场完全同步地跌去了整整 1/5 的价值。

市场内部同样是一阵不分青红皂白地大抛售，只要看看等权版标准普尔 500 指数就知道了（标准指数集中于最大的几只股票，而在等权版指数里，每只股票各占 0.2%）。倘若碰到个别行业或股票的泡沫破灭，等权指数应当能在抛售中略微躲过一劫。互联网泡沫之后的几年，标准普尔指数下跌，等权指数却有所收益。

但 2008 年，普通股票跌得比主要指数还厉害。在 2003 ～ 2007 年的反弹期间，等权指数的表现一直好过标准普尔，但大难降临的时候它的跌幅也更大，比最高时足足跌去 48.5%。这是全球性的现象，涵盖各发达国家股票的 MSCI 世界指数在抛售期间跌了 49%，跟资本加权指数也一样。根据波士顿投资公司 GMO 的计算，每隔 100 年，主要指数就可能遭受一轮如此程度的大难；可对等权指数来说，每隔 34 000 年才应该碰上一回。[1]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泡沫破裂是因为市场被高估了。但高估意味着泡沫里资产是相对于其他东西被高估的。这样的话，所有附带一定风险元素的资产都会同时下挫。价值没有转移到别的地方去，而是单纯地蒸发了，因为它本来就不应该存在。市场深知，世界上的风险远比价格反映出来的要多。

和股票挂钩的所有类型的资产，全都以同样迅猛的势头往下跌。一星期的时间里，澳元对日元的汇率跌了21.4%。换句话说，套利交易业已崩溃，交易员在套利交易中遭受的损失，几乎跟他们在股票上的损失一样了。由于美国投资者被迫出售资产，调离资金，他们买入美元，拉低了其他所有货币。

至于说大宗商品，油价在那个星期跌了16.8%，持续了自巴士底日开始的华丽暴跌。工业金属下跌15.6%（较之春季的峰值，跌了64.9%）。租用集装箱货船（集装箱是世界贸易的一大中介）的成本，以波罗的海干散货运指数（Baltic Dry index）来衡量的话，跌了26%。

就连市场大风暴中理应是安全避风港的资产也出现下跌。黄金作为传统的终极避难手段，那周早期升了11%强，但在星期五的大抛售中又跌回原位。债券在那个星期基本上保住了价值，但从货币套利交易、商品或股票里撤出的钱也并没有统统投到债券上。照理说，债券的价格应该表现出上升。可恰恰相反，原本存在于这些资产上的1/5账面财富，彻底蒸发了。

学者罗布·阿诺特（Rob Arnott）经营的锐联投资公司（Research Affiliates）跟踪了16种不同类型的资产，包括政府和企业债务、股票、贷款及世界各地的商品。2008年9月，除了长期美国国债（上涨0.4%），其他全体下跌。10月，它们再度全体下跌，对所有16种类型资产等权投资的一个组合，那个月跌了14.4%——几乎让人无法想象。即便是在1998年8月，长期资本管理公司垮台的那个月（也是最近的一次关联崩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

溃），仍有 6 种类型的资产赚到了钱。[2]

这次的崩溃做出了终极的证明：不同类型的资产（许多是最近 10 年经金融创新后才刚开放给投资者的）已经变得互为强化了。每一种资产的价值不再由现实世界的条件决定，而跟它在其他市场的估值相关。这是几十年来投资行业鼓励从众行为的最终后果，庞大的人群踏平了全世界的市场。

这摧毁了多元化投资和长期回报的基本概念。按照 50 多年前建立起来的正统学说，多元化就是在不同类型的资产中实现平衡。这些不同资产之间的相关性是相对稳定的；这也就是为什么投资者的首要任务应该是寻找不相关的新类型资产。

如果市场不受相同的资金流推动，价格不是参照其他市场设定的，那么把世界划分成多个资产类型或地理区域进行投资，确实应该降低风险。可现在，资金能够轻易在其间流动，事情就完全不一样了。交易员认为自己做了几单完全不相干的交易，但实际上，他们反复押了完全相同的赌注，即美国陷入了麻烦，“脱钩”的新兴市场应该没问题。

所有这些资产全都面临了同样的风险——资金将迅速撤回（用术语来说即“流动性风险”），商品价格大幅上涨行情结束。崩盘阐释了一种全新的“多元化悖论”：投资者买入的“不相关”资产越多，这些资产就越容易相关。

将来，按风险程度划分资产会更合乎道理。如果一项投资不容易遭受跟你已经持有的其他资产相同的风险，买入它就能降低你的整体风险。要是它也要面对完全相同的风险，买入它就毫无意义，哪怕它属于另一种资产类型，或另一个国家。比方说，相较于在股票和债券之间保持平衡，努力平衡通货膨胀和通货紧缩的风险效果会更好。不管是股票还是债券，都受这两种风险的影响。多元化本身仍然是个好设想。你不应该把所有的鸡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蛋放在同一个篮子里。但在全球化的世界，就算你把鸡蛋放到不同的国家，仍有可能发现它仍然在同一个篮子里。

此外，风险的要点在于，承受风险是否能为你带来回报，你是无法提前预知的。风险无法精确地加以衡量（所以风险这个概念本身，就是要求为失误留出更大的余地），资产类别的相关性当中也并不蕴涵风险。相反，风险管理防范的应该是能导致相关性发生改变的条件。

另一个核心概念也务必反思。20 世纪 50 年代以来，股票的邪教当道，受理论和经验的双重支持。从理论上说，投资者因为承担风险而获得利润。这一风险意味着，在短期而言股票的回报是有波动的。但从长期来看，承担风险能获得额外奖励，所以，股票的表现会比债券等更稳妥的投资更出色。商学院在传授“估价”时，往往假设这一“溢价”是每年 7% 左右。

详尽的历史研究表明，在很长的时间段内，股票能轻松击败债券。再加上数十年的复利，其间差距就成了天文数字。根据伦敦商学院的研究，在整个 20 世纪，美国股票每年上涨 10.1%，比较起来，债券的年涨幅为 4.8%，同期年通货膨胀是 3.2%。再加上 100 年来的复利，这意味着 1900 年投资在股市里的 1 美元，到了 2000 年就变成了 16 797 美元，投资债券则仅为 119 美元。算上通胀，2000 年你需要 24 美元才能维持跟 1900 年时 1 美元相同的购买力。拿 1 英镑投资英国股票的情况也差不多，100 年能赚回 16 160 英镑，只不过，英国的通货膨胀率差不多是美国的两倍。[3]

因此，股票比债券带来的溢价又高又稳健。伦敦商学院研究了 1900 ～ 2005 年的 16 个国家，认为股票每年带来的额外回报率是 6.1%，比商学院的估计高出将近两倍。[4] 所以，养老基金以及受了广告怂恿的个人储蓄，都越来越多地偏向于股票，认为它们长期而言表现最佳。

对长期股权优异绩效的这种信心，让股票变得更昂贵了。自 1954 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以来，股票的股息收益率已经低于债券收益率了。这符合正统学说的看法，由于股票长期涨幅更大，债券需要支付更高的收益率。但2008年12月股市崩溃时，这套假说随之倒台，因为股息收益率一下子超过了债券收益率。

令人欣慰的长期平均水平还掩盖了另一个历史教训：每隔较长的一段时期，股票可能会比通货膨胀率还低。姑且不说美国，在20世纪，所有的国家（只有3个国家例外）都至少出现过一次不短于20年的股票跑不赢通胀的阶段。日本、意大利、德国等发达国家都经历过长达半个世纪的股票亏损期。[5] 只要时间够长股票就能赚钱的假设太不负责任了。

2009年2月后，市场关联崩盘后，真相大白于天下。倘若一个人从1969年2月开始投资（也就是婴儿潮一代进入职场、开始储蓄的年份），他会发现，过了40年，债券的表现比股票好。[6] 这跟婴儿潮一代从投资行业听到的说法可大相径庭。

有些人认为，2008年的市场关联崩溃是异常事件，为抄底入场提供了大好时机。2009年股市复苏时，股票的收益率低于债券收益率，但这并不意味着可以忽视这些事件。投资多元化资产的意义，不是为了挑出心爱的项目，而是为了防御暴跌，暴跌有可能出现在储户急需用钱的时候。认为这是极端事件、极端条件下相关性会改变的看法却忽略了这一点。多元化本来就是为了规避此种极端事件而采取的措施。

依靠股票来跑赢长期还很危险。投资者说服自己大笔买入股票，排斥债券，认为只要时间足够长，股票就总能脱颖而出。历史清楚地表明，随着时间的推移，股票比债券做得好，所以无视股票显然很愚蠢。但20世纪这100年里，世界从两次世界大战里恢复元气，享受到了许多技术进步，经历了长时间的和平与繁荣。这一幕恐怕没有理由反复上演。除非我们知道自己能活100岁，依靠股票跑赢长期才有意义。对捐赠和慈善机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来说，这或许是明智之选，对个人却不然。

任何东西都不会永远往下跌。灾情发生后，市场重整旗鼓。但这回的复苏，是从远离华尔街和伦敦金融城的地方开始的。

小 结

- 传统的多元化（在不同类型的资产中实现平衡）做法失败了。2008年大崩溃过后，有必要采取新形式的多元化。
- 实现这一目的的方式是根据风险而非资产类型来进行分配。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分

可怕的崛起

The Fearful Rise of Markets

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第25章

新兴市场脱钩

2008年10月24日：中国触底，新兴市场开始复苏

新兴市场率先复苏，打破了它过去几十年跟着发达市场走的旧有模式。好消息是，更大的新兴市场真的“出现”了，且有着强势的制度；坏消息是，它们的复苏似乎完全有赖于中国提供的不可持续的廉价资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同步崩盘后一星期，墨西哥第三大连锁超市科墨西（Controladora Comercial Mexicana SAB）申请破产。它的墨西哥客户并不怎么担心华尔街危机，但科墨西在从银行购买的货币衍生产品上遭受了 11 亿美元的损失。这些货币衍生产品保护它免受比索增值的危险，但如果比索贬值，它就会遭到特大损失。由于投资者拼命减少风险，偿还债务，他们卖掉了自己的墨西哥投资。这期间，他们卖掉比索买入美元，比索陡降。这拖垮了科墨西，虽说它以国内经营为主业。

这看起来像是 20 世纪 90 年代新兴市场因为国际资金退出导致货币危机，后又引发债务危机的大难重演。政府违约似乎迫在眉睫（这可是一场真正的灾难），好在并未发生。相反，新兴市场带领市场进入反弹。理解这一幕是怎么一回事非常关键。

科墨西并非孤例。事实上，问题的蔓延表明，四处撒网的国际游资挑中了新兴市场。巴西、中国香港、印度、印度尼西亚、马来西亚、波兰和中国台湾，到处都有这样的亏损。按国际货币基金组织的数据，亏了钱的新型市场企业多达 50 000 家，包括印度 10% 的出口商以及韩国的 571 家小型出口商。国际货币基金组织还统计，巴西损失了 280 亿美元，印尼损失了 30 亿美元，墨西哥和波兰各亏 50 亿美元，斯里兰卡的公有锡兰石油公司（Ceylon Petroleum Company）损失了 6 亿美元，中国大银行中信泰富的损失达 24 亿美元。[1]

韩国出售的美元认购期权（一种汇率衍生工具，Knock In-Knock Out，KIKO），能在一定限度内对抗本国货币上涨的风险，一旦涨到某个限度，就将之“踢出”。在景气的那几年，商品和金砖四国推动新兴市场货币不断上涨，这笔交易很划算。从银行购买这种期权的企业押准了注，赌本国货币会继续走高。可要是本国货币降到了合同“踢进”的下限，购买它们的企业就要倒贴钱给银行，所以银行下的赌注是本国货币会跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

监管机构密切关注着银行的外汇头寸，以避免2004年墨西哥银行利用掉期承担外汇风险的危机重演，但却忽视了像超市或电视制造厂商这样的非金融企业。

结果，一场危机差点就变成了大难。为应对西方恐慌，资金流出新兴市场，拉低了这些国家的货币。由于新兴市场几个月前价格出现泡沫，许多外国人还处在盈利状态，这更让他们着急地想要赶紧卖出。他们卖出债券，使得债券收益率上涨，于是企业或政府借贷的成本就更高了。公司大规模地出现外汇损失，只好无奈地购入美元，这进一步拉低了本国货币。

这种痛苦的逻辑跟“脱钩”说正好相反。从MSCI各项指数来看，新兴市场非但没能带来风险保护，反而在2007年万圣节高峰之后的12个月里跌了2/3。这样一来，它们的表现比发达国家（整个问题的根源）差了26%。

脆弱的制度和机构首次遭受压力，发现了不足。由于下单量太大，俄罗斯被迫于2008年9月将国内两家最大的证券交易所关闭了好几天。恶化的势头似乎怎么也挡不住了。

但在10月27日，这股势头停了下来。哪怕新一轮银行恐慌让发达世界的市场陷入更糟糕的低点，新兴市场仍然止住了跌势，摇摇晃晃后开始反弹。这逆转了长期以来的模式；至少就市场而言，新兴市场终于完成了“脱钩”。它们触了底，却抢在其他地区之前开始了复苏。这一点的重要性再怎么夸张也不为过。新兴市场经历了整整一代人唯发达国家马首是瞻的时期之后——好的时候更好，糟的时候更糟，终于跟后者分道扬镳了。

这是怎么回事呢？首先，发达国家伸出了援手。美国的决策者知道，大型新兴市场违约肯定会造成一轮大萧条。因此，10月30日，美联储宣布，巴西、墨西哥、新加坡和韩国各享有300亿美元的“互惠额度”。[2]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用浅显的话来说，这意味着美联储向这些国家的央行借出美元，后者反过来又把美元借给国内迫切需要美元现金偿还美元计价贷款的企业。最重要的是，它们无须在公开市场上购买美元就能还贷了，故此也就不会进一步拉低本国货币。为避免道德风险，美联储的援助仅限于有着良好金融管理的重要国家。它巧妙地逆转了过去因为货币贬值引发债务危机的惯例。

其次，也更重要的一点是，10 月下旬传来了中国的经济刺激计划。中国的经济数据仍发出了警报。例如，发电量下降，暗示经济有可能收缩。一些基础行业，如靠近中国香港的珠三角的玩具厂和鞋厂，出现了大规模停产，工人抱怨老板带着全厂的工资潜逃。[3]

中国的发展速度有可能跌至 6% 以下，这可是 20 年来的头一遭。但中国拥有一笔巨大的外汇储备，倘若它能不顾一切地将之配置起来，事情就有期望了。它果然这样做了。

中国政府宣布的经济刺激方案总额达 5860 亿美元（相当于 4 万亿元人民币），用于未来两年内的基础设施和社会福利项目。这听起来像是一套“新政”。它属于“积极”财政政策的一部分，货币政策也会“适度积极”。[4] 有人担心这些钱里到底有多少属于真正的“新钱”，但市场的宽慰之情是溢于言表了。消息公布一天以后，上证综合指数上涨了 7.3%，未来 9 个月涨了 1 倍。大宗商品也再一次随着来自中国的消息昂起头来。一天之内，铜上涨了 10%。

新兴市场反弹还有最后一个原因。和美国及西欧不一样，新兴市场从 20 世纪八九十年代的危机中吸取了教训。尽管 Kiko 期权崩溃短暂地出现了新一轮危机的苗头，但这些国家表现出自己不再像过去那样容易受国际游资冲击的姿态。“市场的行事方式跟从前一样，一贯不讲规矩，它们触到了暗礁，” 25 年前发明了新兴市场这一资产类型的安东尼 · 冯 · 阿格塔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

米尔说，“接着人们说：‘这太荒谬了。’”[5]

他使用医学上的例子打了个比方。“免疫系统糟糕时，容易感染流行病，但免疫系统运作良好时，流行病的危害就没那么大。基本上，新兴市场拥有一套比大多数人想象中要好的免疫系统。”换句话说，它们拥有外汇储备，它们的消费者没有太多债务，它们的银行监管得当。

不光中国囤积了外汇储备。为捍卫卢布，俄罗斯也有2000亿美元可花（尽管没成功）。韩国的外汇储备为2400亿美元，这远远超过了1997年它遭遇危机时的220亿美元。再加上新兴市场规模相对较小，政府的现金有能力把它们赎出来。2009年11月底，725亿美元涌入新兴市场基金，大大超出了2007年泡沫时创下的540亿美元的纪录。这带动了一轮壮观的反弹。触底一年后，新兴市场指数翻了一倍，金砖四国更是涨了145%。股市涨势最旺的是当时的秘鲁，获利195%。这表明自我强化的逻辑回归了。秘鲁的财富几乎完全来自中国对大宗商品的需求。中国复苏是这个逻辑的核心。[6]

中国进口金属的规模惊人，光是这一年的前9个月，它的铜进口量就翻了一番，让全球铜价也跟着翻了一番。[7]买盘带动了金属出口大国秘鲁以及其他商品出口国的经济复苏。

经济复苏的速度，中国硕大的胃口，很快就引起了关注。2008年11月，中国宣布“适度积极”的货币政策，但此后发生的一切用“超积极”来形容恐怕更为准确。2009年上半年的新增贷款总额是前一年水平的3倍（这扩张速度快得简直让人难以置信），中国政府很快就试图加以收束。贷款的飞速增长怎么可能不带来信贷泡沫呢？

中国新创造出来的资金大部分进入了房地产，造成了新的泡沫。另一个巨大的问题——通货膨胀，也随之起飞。2010年，中国政府尝试通过收紧银行准备金率、提高存款利息的方式来消除刺激。此举降低了全球投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者对几乎所有新兴市场的兴趣。2011 年年底，中国再次开始放松，提高了投资者的期望值：完成几乎不可能完成的任务，轻轻挤扁泡沫却又不让它破掉。但许多人仍心存怀疑。自 2009 年 8 月达到峰值后，上海股市缓缓地跌去了近 1/3，工业金属价格也持续走低。从 2008 ～ 2011 年，金砖四国市场的实际表现，比标准普尔 500 要差。

中国的货币为上述局面增加了新的危险因素。在上一轮新兴市场泡沫（即 2008 年夏天破裂的那一轮）中，中国货币对美元的汇率一直在稳步上涨，故此中国出口商的竞争力也在随之走弱。3 年时间，人民币升值了约 20%。但在 2009 年的复苏中，中国货币和美元保持挂钩，于是，从美元流出进入巴西等国的资金提高了当地货币对美元及人民币的汇率，结果是同时提高了美国和中国的竞争力。2010 年夏，中国再次允许货币升值后，它的上涨速度为此前的一半。

由于其他新兴市场本来就正在努力解决汇率缺乏竞争力的问题，美元和人民币双双走弱引起了深刻的政治反应。早在 2008 年，巴西就试图对投资该国股票和债券的外来游资课税，遏制资金涌入——这是外资不受欢迎的明显信号。危机之后美元和人民币再次走弱，加剧了从前的问题，巴西财政部长吉多 · 曼特加（Guido Mantega）禁不住大声抱怨这是“货币战争”。几个亚洲国家也陷入了相同的境地。

新兴市场通过了 2008 年的关键考验。它们利用了美联储的一些技术援助，但其本身也强大到足以抵御危机的程度。这令人深受鼓舞，但随之而来的投资者行为却不然。如果说新兴市场业已成熟，那么投资者把钱放到新兴市场的做法，却显然不够成熟。它很值得密切关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小结

- 2008 年中国的经济刺激计划终结了新兴市场的颓势。
- 新兴市场的制度比 20 世纪八九十年代时更强壮了。
- 关键的问题是，中国的经济复苏是能够持续下去，还是会“硬着陆”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第26章

银行反弹

2008年3月10日：花旗集团盈利，银行开始复苏

崩盘发生后，要等足够长的时间让资不抵债的公司破产，同时又不能拖得太久，让危机发展到健康企业也急需流动资金的地步——“延长强壮泳者的死期”。

——查尔斯 P. 金德尔伯格（Charles P. Kindleberger）[1]

等投资者生出信心，认为不会再有大银行破产或收归国有，市场便恢复了元气。有了信心，许多市场融资变得容易起来，由此打开了“正反馈”的循环。政府靠着额外慷慨地对待银行，硬生生地赢回了信心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逆转世界市场的消息来自一份内部备忘录。从2008年10月至2009年3月，花旗集团曾4次要求美国政府提供救助资金才勉强挺了下去，其股价跌到了低于1美元。正式国有化似乎势不可免。花旗集团首席执行官维克拉姆·潘迪特想要宽慰30万名员工，告诉他们说："2009年头两个月，我们实现了盈利，我们的本季度绩效是2007年第3季度以来最棒的。"他还说，存款"比较合理"，暗示哪怕风声不利，也不会出现类似北岩银行的挤兑。[2]

可以说，这足够点燃美国股市有史以来最华丽的一轮反弹了。就在这一天，花旗集团的股价就上涨近40%，标准普尔指数则涨了6.5%。[3]诚如迈瑞迪斯·惠特尼对花旗集团的警告标志了它在2007年万圣节"涨到了头"，来自同一家集团的新消息则标志了它16个月后的"跌到了底"。

出现这样的结果有两个原因。首先，每一轮市场触底时，恐惧都淹没了贪婪。花旗成了价值低于1美元的小额股票（penny stock），标准普尔500指数跌到了666点的不祥低位，抹掉了它自1996年8月以来的所有收益。投资者民意调查显示，信心简直低到不能再低了。美国个人投资者协会（American Association of Individual Investors）的每周调查发现，70%的受访者感到悲观，这一数字创下了历史最高纪录，比雷曼兄弟公司倒闭之后的绝望之周还要悲观。在这种情况下，哪怕是一条微不足道的小道消息，比如一份未经核实、不具法律约束力的内部备忘录，也足以把信心召唤起来。

其次，央行通过外科手术的方式，将恐惧从银行赖以为仰仗的市场剥离出去。政府的现金把投资者带回了商业票据、抵押贷款和企业信贷上，这带来了更廉价的融资，使得外界条件对银行更为有利。对股东而言，因国有化而丧失股权的风险依然存在，可潘迪特的备忘录却在这一点上宽慰了他们，这也让资金重新回到了股票上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总之，政府给市场的明确信息是：不允许一家银行倒闭。一旦市场收到这一信息，它就进入了正反馈循环。正如乔治·索罗斯的预测，一个市场里的信心能将其他市场的现实变得更好，使之恢复元气。之后，各国央行又说服了几家重要的交易商，表明了自己言出必行的态度，市场的关联性再次变成了一股获利的力量。

2008 年 10 月关联市场崩溃后，政府的救助项目一点一滴地展开了。美联储直接购买商业票据，实际上意味着它进入了向非银行企业贷款的业务，这是政府职权范围的巨大扩展。它再次表明购买商业债券很安全，让银行筹资变得更容易。

英国首相戈登·布朗（Gordon Brown）宣布为英国银行提供 4000 亿英镑的援助款，这几乎与遭美国国会否决的 7000 亿美元不良资产救助计划相当了，而英国的国家规模还不到美国的 1/5。政府购买陷入困境的银行股份（国有化的一种形式），可出人意料的是，市场喜欢这一举动。这促使布什总统任下的美国财政部（负责人仍为汉克·保尔森）采取了相同做法。

不管大银行是否愿意，保尔森都直接购买它们的股票。这笔钱提高了银行的资本，让它们有能力负担更多的损失。紧接着，他又有针对性地救助陷入困境的银行，花旗银行额外用了 200 亿美元的政府资金，此外，政府还为它麻烦最多最棘手的债券提供了 3000 亿美元的担保；[4] 美洲银行也得到了 200 亿美元的援助，1180 亿美元的债务担保。[5]1998 年神圣周合并案创造的这两家庞然大物，的确大到了不能倒的地步，而美国政府的出手，极大地安慰了市场。

接下来是定期资产支持证券贷款工具（简称 TALF），美联储为学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款和小企业贷款提供了高达 2000 亿美元的资金。上述各种形式的信贷尚未深陷麻烦，但有理由担心恐慌很快会蔓延开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来，这为阻止问题扩散筑起了一道防火墙。

美联储还表示，它打算用6000亿美元购买如房地美或房贷美等大型机构发行或担保的抵押贷款债券。这让银行得以趁机把资产负债表上“毒性”更大的证券卖掉。它还抬高了这些有毒证券的价格，诱惑一些投机者抄低买入，再转手卖给政府。此举基本上让抵押贷款市场起死回生了。

3 月份出现了量化宽容政策，即中央银行购买政府债券，推动价格上涨、收益下跌——这是印钞票的一种形式。央行讨厌这样做，所以这对市场是个明显的信号：美联储要不惜一切代价阻止银行崩溃。2010 年夏天经济似乎又有所放缓时，美联储拿出了“QE2”（第二次量化宽松）来再次提升股价。

2009 年 4 月，美国甚至允许银行捏造账户。根据“公允价值”会计模式，银行必须以可兑现的市价来评估其资产价值。它们抱怨说，在恐慌事件下，只能将资产标为低到非理性的价格，甚至使得自己无力偿还债务。美国主流会计标准机构在一片来自大投资者政治施压的抱怨声中匆匆通过了新规则，给了银行更多的灵活性。银行无须再看资产在市场上猛跌后的价值，而是可以轻松地假设更高的价格。

所有这些措施听起来都流露出一股绝望的味道。的确绝望。但用博弈理论能很好地理解它们对投资者的影响。政客们怂恿投资者承担风险。只图安全的投资赚不了钱，因为利率是零。债券收益率不会上升，因为政府不答应。政府不会再让另一家雷曼倒闭。道德风险出现了——如果大银行冒了太多险，政府会伸出援手。这让人不可避免地打起冒险的小算盘来。

现在来想想个别基金经理彼此之间进行的博弈。手持现金不会带来任何收益；他们的业绩是跟同行比较来判定的，同行在市场恢复期间赚了大钱；于是，买入高风险资产的压力又变得不可抵挡了，就连那些相信政府的绝望战术下场不妙的人也不例外。随着不同市场恢复信心，跟风再度变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强。商业票据市场逐渐活跃起来，接着，抵押贷款和优质信贷市场也渐渐清醒。这缓解了对银行的压力（尽管经济仍呈自由落体状态），投资者又开始购买股票了。

推出这一战略后，各国政府只能尽量争取时间，确保市场恢复信心前不会出现进一步的恐慌。在美国，奥巴马政府连续几个月进行“压力测试”——用计算机模拟，观察大银行在恶劣的经济衰退情况下会有什么样的命运。许多人抱怨，这些根本算不上什么“压力”测试，因为它们检验的场景远远不够糟糕，但对结果的等待（后提前泄露出来）转移了注意力，帮忙为局面降了温。稍晚些时候，欧洲银行监管机构也采用了相同的策略。

压力测试的结果显示，10家大银行必须额外筹措750亿美元的资金。[6]几个月前想筹到这笔钱根本不可能，可由于市场期待着中国为中心的全球经济复苏，银行很快找到了买家，证明信心回来了。

但是，政府拖延时间的策略很快就玩得走了火。银行为了抵挡最严厉的“大管制”，自己也可以利用它。世界各地的监管机构都在寻找途径，避免信贷危机重演。但是政客们正努力关照银行渡过难关，害怕激进的管制措施会给尚未复原的银行再添新伤，于是拦下了监管机构的建议。美国2010年签署的《多德—弗兰克法案》（Dodd-Frank Act）要求更密切的监管，实施所谓的“沃尔克规则”，迫使银行剥离私人股权业务和坐盘业务（proprietary trading businesses），强迫规模最大、对体系最重要的银行筹措额外资本。但它并没有强行分拆银行。2011年，英国的一个特别委员会说，银行应该“圈起”自己的投资银行业务，但也没有要求将之分离出去。国际上，新的《巴塞尔协议Ⅲ》要求银行用更多的资金来缓冲损失，但给了它们长达10年的时间来积累这部分资本。

这样的做法并非完全说不过去——银行使用过往廉价信贷继续交易的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间越长，积累利润的时间也越长。这部分利润可以增加它们的资本，稳健地提高偿付能力。用漫长的时间恢复信心，也能解释得通。银行（和货币市场）以信心为基础，这种信心本身能提高大部分受损资产的价格，让所有人都更容易筹措资金，从而减少恶性资产的毒性。

但政策的内在问题很快就凸显出来。太大不能倒的银行，总是容易倒的。2009 年，美国 140 家银行倒闭，是自 20 世纪 30 年代以来实行存款保险制度后最多的年份。2010 年，这个数字上升到 157 家。[7] 令美国备受困扰的失业率上升，自然带来了更高的还贷违约率。

对信贷繁荣期间明显犯有欺诈行为的银行，监管机构宽宏大量，法庭却不愿助纣为虐了。借款人失业后，丧失了对抵押住房的赎回权，但并不愿搬出自己的房子，跟银行发生了激烈的冲突。政客们希望银行大度些，可银行坏账缠身，没有能力这么做。法院不耐烦，选民亦然。银行赚大钱，不受民众欢迎。2010 年，《滚石》杂志称高盛是“吸血鱿鱼”。没过多久，高盛答应向证券交易委员会支付 5.5 亿美元的和解费，为自己误导投资者购买注定要赔本的抵押贷款证券买单。这下，“吸血鱿鱼”的标签贴了个牢实，它承认自己在营销文件中犯了“错误”。2011 年夏，全美爆发占领华尔街运动，将民众的怒火表露无遗。

这一切结束了反弹。在不到一年时间里连翻 3 番后，美国大银行的股价于 2010 年 4 月达到高峰，之后跌幅又达 44%。到 2011 年年底，它们的交易价不到官方账面价值的 1/3，反映出人们普遍相信银行暗中还有大亏损。这带来了一个问题：在银行解决所有账面悬而未决的坏账之前，市场真的还能继续良性循环下去吗？但政策还是一如既往地和稀泥。在 20 世纪 30 年代，最大的恐惧是恐惧本身；在奥巴马的时代，银行体系的最大希望是希望本身。不过，希望身上沾染的最大污点，并不来自美国，而是来自欧洲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小结

- 市场的复苏取决于银行的复苏，而银行的复苏又取决于政府鼓励信心的竭力尝试。
- 这项政策避免了预期中的国有化。2010年的关键问题是，一旦紧急措施耗尽，信心还能不能维持下去。
- 如果维持不下去了，银行就要靠道德风险了——那时候，国有化说不定就成了一条可取的道路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第27章

欧洲危机

2010年5月5日，希腊议会投票通过了野蛮的预算紧缩项目，希腊银行的3名雇员在群众的暴力抗议活动中遭到杀害

我们务必要有能力阻止金融市场。我们的刑具藏在地下室呢。

——2010年卢森堡总理兼欧元集团主席（president of the Eurogroup）让－克洛德·容克（Jean-Claude Juncker）

爆发于2010年春季的欧元区主权债务危机拖垮了好几个欧洲国家的政府，欧洲银行股和外围欧元区国家的信贷双双下跌。政府绝望地决定承担银行债务，企图解决金融危机，部分地出于这一原因，欧元区结构的深层次问题也起到了推波助澜的负面作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010年5月，雅典爆发骚乱。希腊人的怒气有其原因。他们的政府债务缠身，新总理乔治·帕潘德里欧（George Papandreou）最近承认，该国赤字不是此前所说国内生产总值的6%，而是12.5%。市场拿出几年前对待美国次级债一样的态度，把希腊国债给卖掉了。

由此出现一个不可避免的后果，政府的融资成本激增，更难还债了。帕潘德里欧要求欧盟提供“援助”贷款。出于可以理解的原因，债权国家要希腊拿出它将来有能力还债的证据来。于是帕潘德里欧大幅砍掉了政府服务，引发了雅典街头的骚乱和死亡事件。不到一年，另外两个地处欧洲边缘的国家爱尔兰和葡萄牙，也被迫要求援助。到2011年年底，两个大得多的国家西班牙和意大利，也达到了债务负担的极限，需要外界帮助。

所有这一切都是可以预见的。发达国家靠着调整银行的信用评级熬过了早前的信贷危机。由于这些银行坏账成堆，政府的信用评级遭到了质疑，市场检验着政府软肋的所有征兆。

希腊的公共部门长期以来效率低下，逃税蔚然成风。爱尔兰则因为2008年雷曼倒闭后为所有银行存款提供担保，外加本国楼市泡沫破裂而元气大伤。危机爆发之前，爱尔兰政府的债务只占国内生产总值的25%，3年后，银行的账面债务将这个数提高到了98%。葡萄牙受累于自身经济发展缓慢。西班牙受国内房地产热带来的影响，失业率飙升至20%以上。

早在10年前的东南亚金融危机中，高负债和房地产泡沫后遗症就跟人为保持强势的货币并存了。但这里有一个关键的区别。亚洲各国保有本国货币，只是让货币盯紧美元而已。它们的危机可以通过货币贬值来解决。

希腊和其他欧洲国家却没有这一选项，因为它们没有自己的货币，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们自愿加入了欧元区。欧元是1999年西欧最强势的经济体推出的货币，可以把它看成是政府尝试阻止市场稳步崛起的最后一道防线。10年后，市场最终将政客们的决心付诸了检验。

普林斯顿大学经济学家、《纽约时报》专栏作家保罗·克鲁格曼认为，南欧国家交出了用本国货币借贷的能力，把自己降低到二等公民的地位。很明显，市场察觉出欧元成员国资格是个要命的死穴。西班牙政府外债仅占国民生产总值的40%，仍然蹒跚陷入了危机。与此同时，英国的债务尽管已高达国民生产总值的94%，但却因为保留了自己的货币而避免了危机。

欧元区的构想还有其他缺陷。发起人相信，共同货币能迫使所有参与国家在经济政策上集中起来（跟该地区最领先的经济体德国保持一致）。可惜事实不然。一部分是因为不同的国家如今只有一种货币政策了。利率由新成立的欧洲中央银行规定，一般只适合德国。因此，在21世纪最初几年，德国经济疲软时，利率较低。但当时西班牙的经济很兴旺，廉价信贷激发出了房地产泡沫。它还贪婪地吸入德国来的进口货，造成破坏性贸易赤字。其他外围国家也是如此。

一旦主权危机袭来，德国的出口导向型经济就复苏了。欧洲央行不像其他央行那样主动减息，反而出人意料地在2011年提高利率，哪怕其他国家一个接一个地要求援助。这既是出于欧洲央行反通胀的传统顽固立场，也是因为它的使命在根本上就实现不了，它必须找到一种利率，适合像德国这样的工业强国，也适合像希腊这样又小又柔弱的经济体。

倘若欧元区的周边国家能将各自的货币政策维持较长时期，它们反而会更向德国的政策靠拢。加入欧元区的负面作用是逼得它们疏远开来。

一旦市场对某个国家的债务失去信心，债务的收益率就会上涨。希腊的情况就是这样。2010年，该国未偿还债务仅相当于国内生产总值的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

34%，政府的首要赤字（不包括为偿付债务的成本）约占国内生产总值的5%，比同一时期的英国、日本和美国都要低。可一旦算上利息，希腊的赤字就飙升到国内生产总值的10.4%，这超过全世界任一经济强国，也远远超过了市场提供资助的信任水平。

这对整个欧元区都是个大问题。但欧洲缺乏一个能迅速回应市场要求的政治机构。欧盟要协调17个国家的政策，相比而言，哪怕美国国会也显得颇有效率。

银行的软肋同样也削弱了欧洲的政客们。事实上，欧洲的主权和银行危机几乎是二位一体的。数十年来对“全国冠军”银行的经营（允许收购、监管松懈），让欧洲出现了一个臃肿不堪的银行业。2010年，美国的银行资产大致相当于国内生产总值的81%，而在欧元区，每一个主要国家的银行部门都比东道国的经济规模大得多。爱尔兰这个数字为1000%以上，法国为416%，德国为294%。故此，政府不可能允许银行系统破产，但又没有足够的资金来抢救它们。此外，银行持有欧元区的政府债券，视之为主要的“无风险”资产。政府担保的债券稍有降级或部分违约，就能轻轻松松地让欧洲的银行体系资不抵债。

因此，哪怕不惜一切代价，欧洲领导人也希望避免出手援助（这会给纳税人增添负担），不愿违约（会触发银行的连锁崩溃），更不想放弃欧元（这会让长久以来费尽心机经营的政治项目完蛋）。

因此，他们的反应是让希腊独自扛起重担来。为了回报希腊紧缩性削减政府开支的做法，欧元区的其他国家以及国际货币基金组织，打算借给它1100亿欧元。为打动市场，政客们还仓促地推出了一项“欧洲金融稳定机制”（European Financial Stability Facility），为所有陷入困境的国家撑腰。依靠核心欧洲国家无可挑剔的信用评级，该机制下的基金有能力借出高达4400亿欧元贷款，说不定还可以从国际货币基金组织引入额外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金。

当时的想法是，弄出这套机制来吓唬吓唬市场，到 2013 年它就失效，一笔贷款也不会放出。但爱尔兰和葡萄牙都需要贷款，投资者们打起了算盘：欧洲金融稳定机制根本没有足够的资金拯救西班牙或意大利。此后，希腊可悲的实际状况愈发清晰起来。它如约紧缩了开支，但毫无用处。削减公共部门等于是把活力从经济里赶了出去，税收收入必然下降。它仍然无法为自己融资。希腊需要新的救济，而且要快。

到了这时候，就所谓“私营部门参与”一事拉开了无休止的谈判，即委婉地表示银行愿意负担政府债务上多大的损失。此外还有一些绝望的措施，想方设法地避免把希腊未能偿还债务的行为叫做“违约”，因为它会触发信贷违约掉期上的报复行为，也就意味着凡是卖过希腊违约保险的银行都要遭受损失。

接着出现了对“大火箭筒”（一种市场可以接受的大规模金融应对方式，同时不拆散欧元区）的追求。欧洲金融稳定机制可以利用杠杆把自己撬动起来，就像此前的美国结构性信贷证券一样。这个想法最终不了了之。有人希望推动银行资本重组，好让它们不因为希腊债券违约而破产，可惜国内政治阻碍了这些努力。2011 年，不管是从民意调查（爱尔兰或西班牙）还是市场判断的接受度上来看，一个接一个的政府垮了台。帕潘德里欧先生和意大利越来越荒唐的总理西尔维奥·贝卢斯科尼（Silvio Berlusconi）在 2011 年 11 月双双辞职，取而代之的是央行从前的“技术官僚”。

市场还指出了所有“大火箭筒”共同的问题：如果它大得足够拯救意大利和西班牙（分别为欧元区第三和第四大经济体），必然会收紧第二大经济体法国的财政。2001 年 11 月，法国的债券收益率较德国出现大幅上涨，而意大利 10 年期债券的收益率连续数次超过了 7%，此前的 3 个要求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

援助的国家就是在这个水平上撑不住的。

如果装备“大火箭筒”的资金尚不存在，那就必须创造出来。这给欧洲央行施加了压力。它们会大量购买意大利债券，竭力控制该国借贷成本来支撑局面吗？欧洲央行每一回这样出手干预，债券收益率就下跌。只要简单地安排一些适合欧元区外围国家（它们迫切需要一定程度的通胀）的政策就行，不再一味呵护核心国家（它们已经从过去10年的政策里得到了好处）就行了。但对央行来说，不加限制地购买债券，跟不加限制地借钱或印钞票是一个意思。银行一如既往地保守，拒绝这样做。

这让德国和法国进退两难。欧元区根本无法在现有基础上维持了。它要么缩小规模，抛弃较弱的成员国，要么改变规则，让每个国家的国库为其他所有国家服务，这暗示采用共同的财政政策甚至共同的国库，交出更大的国家主权。这也意味着德国将会偿还其他各国的债务，德国的选民自然大为不满。

折衷的大方向也是有的。经过一连串的紧急峰会，2011年11月9日上午的短短几个小时，德国总理安格拉·默克尔（Angela Merkel）和法国总统尼古拉·萨科齐（Nicolas Sarkozy）最终成交，抛出一份协议；财政一体化越来越靠近，赤字超标的国家将遭到处罚。他们希望欧洲央行拿出新资金来作为回报。但英国始终不愿跟着走。2011年年底，欧洲央行没向国家政府贷款，而是向银行贷款。可惜市场不领情，不为所动。

这期间，世界市场冻结了。不确定性和财政紧缩措施，联手落实了欧洲的经济衰退。但即便如此，仍有可能出现两种截然不同的结果。欧元区或会分裂，导致银行崩溃，通货紧缩；又或者，银行达成协议印钞票，从而变成高通胀。同时对冲两种结果绝无可能，但这两者都对美国和新兴市场有着严重影响。

欧洲股市沉没了。2007年年初，欧洲股市的总价值自“二战”以来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首次超过美国。2011 年年底，欧洲的股市价值比美国低 24%。这打断了雷曼事件后市场的可怕崛起。许多投资者发现的情况比 3 年前的信贷危机更加可怕。但从雅典转移到罗马的恐慌，已经不能再把世界市场拉下马了。

小结

- 欧洲债务危机源于欧元区的内部经济失衡，再加上规模大得极具破坏性的银行业，便把主权与银行危机联系到了一起。
- 经济损失不可避免。若能成功，财政紧缩措施会减缓经济增长；援助则会削弱核心欧元区成员国的支出；欧元区分裂会给所有退出的国家造成报复性损失；混乱的违约有可能带来灾难性后果。
- 市场的活动能自我实现；和在其他市场一样，一旦失去了对国债的信心，维持债务的成本就会变得高不可攀。
- 在本书撰写期间，财政紧缩尚未起到作用；印发钞票仍是备选方案，要不然，人们就只能在改变、缩小或放弃欧元区之间作抉择了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第28章

新泡沫？

2011年12月：经历了有史以来规模最大的反弹后，全球股市茫然不知去向

不对群体思考（似乎经常表现为“群体疯狂”）给予应有的承认，我们的经济学理论很不尽如人意。它是一种完全无法理解的力量——不适合分析，不接受指引，可要对正在发生的事件进行正确的判断，这方面的知识又是必不可少的。

——美国金融家伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch），写于1934年[1]

2009年的反弹是一个世纪以来给人印象最深刻的一次，但它随后就停滞下来；有悖常理的同步迹象令人警觉——外汇、股票、信贷市场全都同步运动，迫使一些国家想要强行把货币贬值，黄金价格亦因此创下纪录。许多人担心这是新一轮泡沫的雏形。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009 年 3 月开始的全球股市反弹，规模为 100 多年以来最大的一次。标准普尔 500 指数最低曾创下 666 的不祥纪录，低于 1996 年 8 月的水平。它从这一低位着手收复失地，8 个月重新赚回了此前 16 个月里亏损总额的一半。两年后的 2011 年 5 月，它总值翻番。大抛售后的确会出现“压抑后反弹”。但 2007 年 10 月创下历史峰值的 4 年后，标准普尔仅仅下挫了 25%。比较而言，1929 年大萧条后的 4 年，道琼斯工业指数下降了 73%；1990 年日本股市崩盘 4 年后，日经 225 指数跌了 55%。

买入股票的理由很充分，如以中国为主导的全球经济复苏、强劲的企业盈利态势等。后雷曼低迷期让企业解雇工人削减成本变得更容易，这样等到业务回流时，利润空间会更大。

但这些因素本身解释不了这样强势的反弹。可悲的是，2009 年后市场的可怕崛起仍然建立在此前造就超级泡沫的从众行为、道德风险、自我强化的同步交易等病理之上。在美国和中国政府给予大手笔干预后，投资者把恐慌抛在了身后。可到了某个时候，这些干预必然会付出代价。超级泡沫还没完全漏完气，最初吹涨泡沫的那些行为就又抬起头来吹泡沫了。

历史上的大牛市总是始于价格低到不合理之时。很难说 2009 年 3 月的情况是否如此。投资者调查显示，当时弥漫着大恐慌：民粹主义者愤怒，自由贸易卡壳，新总统奥巴马未经考验。但从历史上看，大反弹开始之前，经济上的麻烦更大，股票更便宜。周期性调整市盈率是一项可靠的长期标准，它最初由本·格雷厄姆提出，最近则得到了耶鲁大学罗伯特·席勒的支持。这一尺度比较的是股价与过去 10 年的平均盈利，它正确地识别出在 1929 年和 2000 年美国市场被疯狂高估。它也看准了市场的低点。1932 年，市场复苏前，周期性调整市盈率 5.5；1982 年反弹前接近 7（见图 28-1）。[2]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

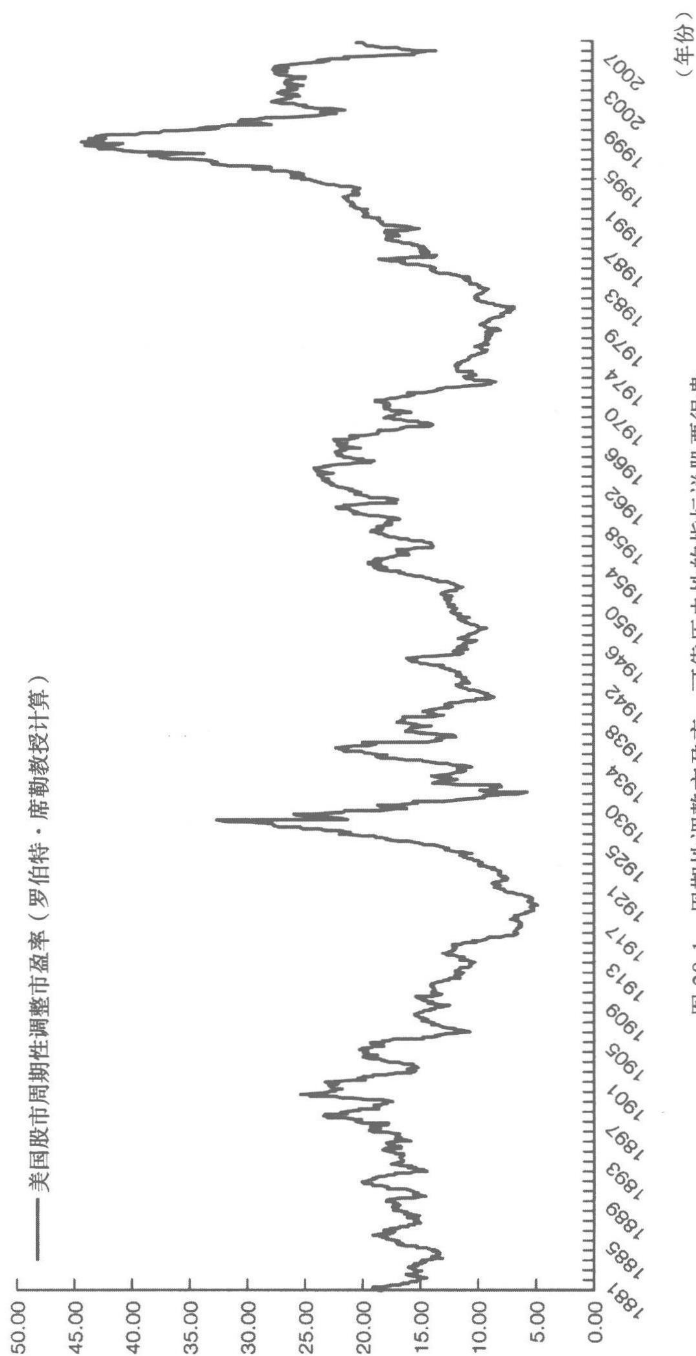


图 28-1　周期性调整市盈率：可靠历史性的指标说股票很贵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009年，周期性调整市盈率从未跌破13，暗示股价还需要再度减半，股票才会出现真正具有吸引力的买入机会。到当年年底，周期性调整市盈率已回到20以上，并保持到了2011年年底，这远远高于历史平均水平，和雷曼事件前夕水平相当。这意味着，挽救银行体系的绝望举措在股市尚未完全挤空过度投机之前，就把它抬升了起来。这没什么不好相信的。毕竟，2003年的情况便是如此，在系统还没把网络公司的泡沫作用清空之前，来自美联储的廉价资金就挡住了股票的跌势，点燃了信贷泡沫。如图28-1所示，股票仍处历史高位时，2003年的反弹就开始了，如若不然，这种局面就很难理解。

怀疑市场自2009年再度崛起的深层原因在于，从根本上看它仍旧十分可怕。交易员们仍然不时地关注着下一起类似雷曼倒闭的事件。他们换了新的口头禅。2010年春希腊危机彻底爆发，交易日变成了两种："风险开"和"风险关"。在"风险开"的日子，投资者买入欧洲债券、股票、商品和新兴市场货币；等风险"关"上之后，他们又卖出这些东西，买入美元。市场的关联非但未曾松动，反而变得愈发紧密。2011年年底，美元和商品的长期相关性达到了10年来的最高值。正如一位交易员所说，不管决定买什么东西，都涉及回答如下问题："我们倒霉的概率有多大？"

在各类型资产之间，以及单一资产内部，风险的"开关"也表现出日益紧密的关联性。指数内股票之间的相关性持续增长，主动型股票投资者越来越难以击败市场。交易型开放式指数基金的投资——被动投资的终极形式，也创下纪录，提供了更深一层的关联力量。到2011年，这类基金管理的总资产比2007年的市场高峰期还要多75%。

到发达世界之外的地方投资，已经不存在多元化的好处；根据MSCI的数据，金砖四国、新兴市场和发达世界的相关性到2009年就达到了历史高位。此时，它们之间的年度相关性高达80%，这是一个市场里的活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动，能对另一市场里的活动做出最准确的解释。[3] 2011 年年底，上述相关性仍然稳稳地保持在 70% 以上。

如图 28-2 所示，股票的上涨几乎与美元贬值完全相关。根据标准普尔从 1999 ～ 2007 年，这种相关性本来很小：–7%。然而，从 2008 年年初至 2011 年年底，两者的月度负相关性达到了惊人的 72%。美元一有什么坏消息，立刻自动变成了股市的好消息，反之亦然。正如 1990 年后，日本靠着将利率削减为零来维持银行的存活，结果世界利用日元来廉价借贷，美国现在也碰上了同样的情况。资金涌出，从事美元“套利交易”。根据经济咨询公司 pi Economics 的杰米·李（Jamie Lee）计算，标准普尔 500 的动向现在足以解释澳元兑美元汇率 60% 的动向。

市场不光从美元下跌中汲取线索，而且几乎每分钟都在接受新命令。2009 年年底有 6 个星期，美元对欧元、澳元和金价的汇率，每分钟都与美国股市有着 0.5 以上的相关性。即便是在没有如此明显整体趋势的星期里，它们的同向波动也比逆向波动多 3 倍。

由于这些市场的历史联系微乎其微，上述局面现象它们的定价全都无效，这对挣扎着复苏的世界经济真是个坏消息。基金依靠计算机，跟踪市场过去的关联度，并基于这些关联度今后也将保持不变的假设进行交易。对宏观环境的根本恐惧意味着人们担心出现新一轮危机，这种忧虑压倒了一切。

此外，反弹在很大程度上要归功于倾注而来的廉价资金。中央银行很重要，而且如今比从前更重要。2009 年 3 月，美联储的首次量化宽松政策让市场起死回生。同年夏天，第一剂“购买债券”的药量用完之后，伯南克开始讨论撤回刺激的方式；市场的反应是，短期利率上升，股票下跌，信心委靡。接下来的 8 月下旬，他签署了“QE2”，又一剂购买债券的猛药上路了，另一波反弹随之而起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

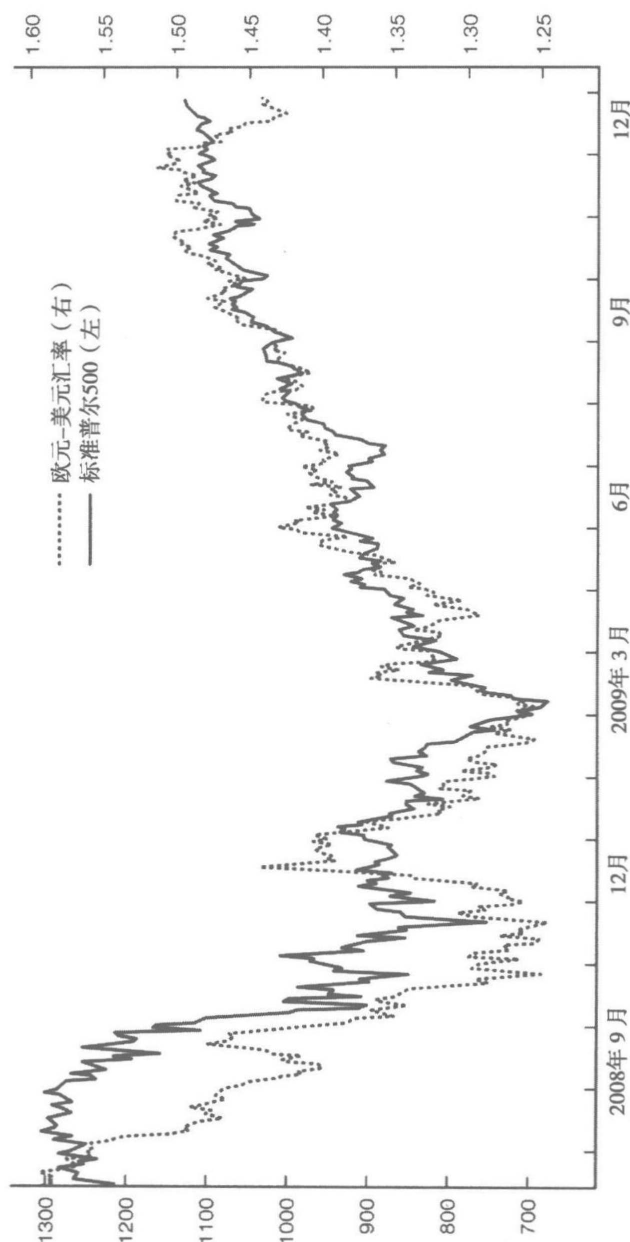


图 28-2　美元贬值，美国股票就上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些措施是经济深陷泥淖的证据，但没人这么想。投资者只是拼死希望央行继续维持极端宽容的货币政策，这种态度恰好说明他们对经济完全缺乏信心。由于美联储把现金和债券的回报率压到了历史最低水平，投资者别无选择，只能购买股票。政府实际上是在鼓励他们冒险。

这为反弹提供了另一种解释：这是一波“理性泡沫”。[4] 从这个角度来看，银行的复苏依赖于滥用美国政府的信用评级。2009 年，政府充当了美国银行债务的最终担保人。因为政府的信用评级比其他所有国家都要高，它可以发行更多的债券。打个比方（虽说它让人不怎么舒服）来说，它跟崩盘前的美国国际集团处在同样的立场上。美国国际集团的 AAA 评级（它本身其实配不上这个评级）使得许多证券的交易价格远高于价值。对市场而言，它的降级就是真相大白于天下的那一刻。

如果市场越发丧失对美国的信心，同样的情况就会发生，只是这一回，再没有可以求助的担保人了。事实上，2011 年众议院多数党共和党威胁要违约时，标准普尔降低了美国 AAA 的信用评级，市场顿时晕厥。但投资者们的逻辑仍然站得住脚：美国政府有增税的权力，美联储想印多少钞票就印多少。所以，不管情况有不妙，美国距离违约应该还有一段颇长的道路要走。从中期来看，只要基金经理不愿坐以待毙，遭受损失，就应该理性地继续投资，因为反弹会持续下去，直到债券市场彻底对美国政府丧失信心，抬高利息。但这一幕并未发生。相反，美联储的量化宽松政策压低了债券收益率。既然“无风险”资金提供的回报这么低，购买股票和商品就成了唯一理性的做法。

只要基金经理还想保住饭碗，就别无选择。他们需要参与到行动当中以避免尴尬。他们超乎以往地以指数为基准，靠着交易型开放式指数基金里的资金，市场有越来越大的部分自动追高价了。哪怕受了欧元区危机的拖累，2009 年的反弹对想要卖出罢手的人仍起到了很大的反作用。没人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想错过这样的反弹，再加上2008年的大难过后，没人相信自己能押对宝、猜中政客的下一步措施了。在从众的逻辑唆使下，好多投资者满仓持有股票，尽管他们心里很害怕。

最后，道德风险变得比以往更大。美国企图以雷曼兄弟破产来击败道德风险，可惜却造成了灾难性后果。经此一役后，市场认为，斗鸡博弈里政府一定会服软，出手救援。美联储甚至承诺2013年前不加息，这进一步提高了道德风险。这是与1932年及1982年熊市低点的关键区别。[5]上两回，金融创痛挤出了系统里的道德风险，投资者们遭到挫败。

但2009年，政客们有意识地决定重新点燃道德风险。重新落入1932年的深深谷底，似乎太危险，太痛苦了。可他们选择的道路同样是一场危险的游戏。

“泡沫”这个词本身就带有贬义。但在过去半个世纪里的发展过程中，投资行业最突出的不正当刺激和不稳定性，仍然嵌在全球市场的DNA里。我们现在知道，正是它们引发了同步泡沫。为最终理清扭曲的市场，说不定还会再来另一场更严重的金融乱局。

小 结

- 2009年大反弹的推动力来自道德风险，以及现代投资行业的从众心态。
- 市场的紧密联系暗示市场定价仍然无效，哪怕价格比泡沫最盛时要低。
- 在新超级泡沫形成之前，有必要进行改革：改变对基金经理的激励机制，减少道德风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第29章

2010年及以后

不管投资基金是由委员会、董事会还是银行管理，最促进公共利益却遭受最多批评的总是长期投资者。因为在普通人眼里，他的行为在本质上就是古怪、轻率，不合传统……世俗的智慧教导我们，对名声而言，宁肯合乎惯例地失败，也比不合传统地成功来得好。

——约翰·梅纳德·凯恩斯，《通论》

（*The General Theory*）

很容易诊断眼下的局面。过去半个世纪中，投资行业的兴起给了投资者极大的诱惑，让他不可抑制地跟随别人闯入自己几乎不理解的风险中。因此，世界市场无可救药地变得步调一致了。在以市场定价为基石的资本主义世界里，这妨碍了合理定价的国家，危及了我们的繁荣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007～2009年的金融灾难并未治愈潜藏在这一局面下的任何病因。倘若世界如愿在未来几年不经历第二次衰退，股价、房价或其他资产价格不出现新一轮崩盘，它们可能仍然得不到解决。如果复苏的两大支柱，即中国的崛起、美国大银行靠政府救助“糊弄”过去的能力能屹立不倒，那么欧洲麻烦的前景应该不坏。但眼下的赌注更大了。市场在2009年转暖，是因为美国把自己的信贷评级押上了赌桌，疯狂借钱，同时为大量私人企业和债券提供担保。从那时起，挣扎着想买些物有所值资产的投资者就大手笔购入国债，从而维持住了国债市场。美国国债市场又带动了其他各种市场。

如果债券投资者认定美国如山般庞大的债务将导致通货膨胀或政府违约，债券收益率会上涨。如果这样，美国财政部就再也帮不上忙了，因为它自顾不暇，借不了更多钱了。因此，下一轮资产价格暴跌得可能比之前一次还厉害，因为治愈潜在病因而导致崩盘的需求会很迫切。

然而，治疗办法很难找到。首先，高悬的庞大债务必须偿还，而所有还债的方法（拖欠、通货膨胀，或接受长年经济发展缓慢）都充满了痛苦。金融系统里的缺陷也很难修复。在经济走弱、信贷供应中断让数百万人遭殃的时候，政客们是尤其不愿这么做的。复杂得荒谬、创造了次贷泡沫的金融工具固然不应该再次浮上水面，可问题的根源还藏在更深的地方。投资机构化的潮流无法逆转，造就了同步泡沫的大部分金融创新，如指数基金、抵押贷款证券，本来都是好点子，所以要找出补救的办法，意味着进行更艰难的抉择。

另一个问题是，我们要对付的是人类行为。投资行业过去半个世纪创造的跟风从众的激励机制，强化了原本就深深嵌在人类本性里的行为倾向。身为人类，我们喜欢一起行动，过分自信，自己惹了祸指望别人来搭救。改变这些需要文化上的变革。关键是改变投资者的动机，让他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把别人的钱当成自己的来管理。以下概述了怎样让市场变得不那么可怕的方法。

道德风险

历次金融危机都是通过给重要投资者造成庞大损失的方式来解决道德风险的。最近这一轮的危机有所不同：美国和其他国家政府愿意动用数万亿美元维持规模最大的金融集团，使得人们更加坚信冒险的玩家会得到援助。欧元区危机期间股市持续走强就是明证。对现在正打赌政府不敢让自己失败的市场，必须打掉它们的气焰。危机当中很难做到这一点，可到了某个时候，政府必须要表明态度（要么加息，要么放手让大银行垮掉）：爱玩火的冒险者不会得到援助。

安全的下手之处是类似美洲银行等巨型银行，由于本次危机中政府安排的草率兼并，它们变得更加庞大了，它们是不允许失败的。所以，要么对这些特大银行加以更严密的监管，不准它们赌博，要么就得把它们弄得小一些。因为银行家多有怨言，政府到目前为止的措施不冷不热地从两头下手，目标也不清晰。逐步执行更高的资本要求，再加上其他的措施，能强迫银行卖掉部分资产，可到 2012 年年初，大银行基本上保持了原貌。这个问题必须加以解决。

银行不断衰落，市场继续崛起

货币市场的崛起创造了不受存款保险约束的新品种贷款机构。这一包括货币市场基金在内的影子银行体系，现在必须像银行般加以监管。巩固回购市场（它们掌握了银行的短期资金命脉）的改革尤为重要。对于在无意间怂恿银行蜂拥进抵押贷款，把贷款（评估当事人是否有能力偿还贷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款）这一核心职能外包给标准普尔等评级机构的现行规章制度，监管机构也需进行彻底检修。

老迈的银行业已经失去了原有的角色，和失了业的年轻男孩一样，放任自流的银行对惹麻烦表现出了异样的喜爱。倘若货币市场接受与银行相同的监管，它们的优势说不定就蒸发了，银行便能重新夺回放贷的老业务。如果不然，经济生活中是否还需要传统形式的银行就很值得商榷了。到 2007 年，对冲基金把许多趋势带向了毁灭，但大型对冲基金倒闭这件最叫人担心的事情却并未出现。相反，是银行内在的不稳定性压垮了屋顶。大型对冲基金应当继续演化，接管银行更多的职能——它们采用有限合伙的结构，看起来更像是老式投资银行。

别人的钱

银行体系的改革应解决因向其他方抛售风险而产生的委托代理冲突。在部分委托代理分离不可避免的证券化过程中，必须要求贷款发起人持有贷款组合相当大的比例，或者说，让他们自吞苦果。

投资银行有可能也会被迫转回从前的合伙人模式。如此一来，用来投资到钱就成了合伙人自己的，而不是股东的。要做到这一点，银行可以走私营道路，或者如前所述，从对冲基金演化而来。巧妙的委托代理分离会对投资经理产生影响。

从众

这一代投资经理的极端从众心态受其薪资及排名方式所推动。根据在同行及指数中的表现对他们排名，根据他们管理的基金规模给他们薪水，他们也就越发靠近标准普尔 500 等关键基准。因此，我们必须改变基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经理们的受薪方式。至于监管不严格的对冲基金，市场拒绝按目前盛行的错误基础支付薪水。目前，对冲基金经理的薪酬鼓励他们每年做好“加速破产”的准备，这是纠正不负责任的一剂灵丹妙药。更合理的做法是支付固定薪资，再根据远远长于一年的时间段来支付绩效薪资。

就共同基金而言，庸才在向上的市场里赚钱太容易不过了。必须主动打消壁橱指数的做法，让所谓的“主动”基金公布它们的“主动型因子”（基金投资组合里与指数股票不一样的部分）。支付固定薪资不再鼓励基金经理急剧扩张资产，故此基金的规模不会增长得太大。固定薪资之外的奖金，应当奖励真正突出的卓越绩效。如何确定绩效呢？在其他行业，绩效薪资靠的是基准，但我们已经看到，用同行或市场指数作为衡量投资基金经理绩效的基准，效果适得其反。因此，这是一个棘手的问题，但如今人们正在设计更多理解和衡量投资技巧的方法，它以精神纪律，抵挡贪婪、恐慌和心理捷径等诱惑的能力为基础。观察基金经理每天怎样工作，每一笔交易怎样处理，心理学家开始确认出真正的天才。为了每一个人的利益，这项工作应当持续下去。毕竟，技巧高明的投资者赚取利润的过程，也就是维持市场高效的过程。

能对巨额资金分配作出决定的人手里掌握着最强大的力量，主要是经纪和养老基金顾问。他们应当遵循所谓的“杠铃”原则——要么把投资改为收取最低费用的被动型投资，要么把投资根据技术水平的高低交给主动型基金经理（后者依据自身技能获得薪酬）。

改变投资产品的设计，把人们从诱惑中解救出来，也能带来好处。不再让储户在庞大的范围里做出艰难的选择，而是为他们提供量身定制的默认选项，在各大资产类型中合理分配，并配以主动和被动两种管理方式。为保持投资者的信心，它有必要像维多利亚时代的旧式养老基金一样，宣称终身保证收益。自由意志论者可能不喜欢这个，但默认选项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并非强制选项。如果你愿意，你可以另选适合自己的做法。关键是，默认选项应该很合理，收费也不贵。投资行业已经转向了这个方向，但速度还不够快。[1]

这有助于恢复投资者的信心，避免“非理性繁荣”驱动市场的风险，让基金管理者不必再操心资产积累的问题。他们只需要让自己的绩效足够好，能赚回奖金就行了。

人多准没错

多样化的旧理论推动了过度自信，让人们蜂拥到“不相关”的资产里，结果把它们变得相关了。诸如相关性长期稳定、随机回报、强调按资产类型进行分配等核心假设都已经失效，必须抛弃。我们需要一套新的理论。

伦敦经济学院的保罗·伍利（Paul Woolley）提出一种有趣的设想：如果我们能找到一种方法，把机构对激励的扭曲效应做成模型，就可以挽救市场的效率。麻省理工学院罗闻全的想法也很有意思：市场是复杂的适应系统，可以利用达尔文式生物理论来建模。它暗示，在我们所生活的时代，倘若彗星撞了地球，我们就应当料到有某种生物会像恐龙那样走向灭绝。但所有的新模型都不可能达到旧模型的精确度；金融学和经济学是人类决定的偶发产物，不可能像物理那样精确测量。这大概能避免过去此类模型带来的过度自信问题。

说到多元化，负责资产配置的人不能再从资产类型以及各类资产历史相关性的角度思考了。寻找新的“不相关”资产，有可能种下将来大祸的根源。相反，他们必须观察各类资产容易出现的风险，承认所有的模型都必须预留误差空间，也就是要多投资“保守”资产，少投资“潜力”资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产。幸运的是，这些认识早就在投资行业暗流涌动了。

上述理念都涉及限制市场创造的财富规模。这就像大萧条后世界所做的权衡，说不定许多人现在也乐于这么做——尽管，随着资本主义步入老年，未来数十年的经济发展速度可能会比 20 世纪下半叶要低得多。

贪婪和恐惧的周期是强行嵌在人类本性里的，它们不会终结。但上述变化大概可以终结同步泡沫的周期，避免未来几年出现再一次崩盘的灾难场景，回到两代人都不经历一次泡沫的正常状态。此外，如果投资者重新把钱当成自己的来管理，市场会更有效地分配资本。说不定它们会给能真正提高人类福祉的技术和创新派发资金，而不是把资源和天赋送到人为吹涨的金融服务行业。

市场已经崛起，在我们生活中扮演着极为重要的角色。如果它们能够互相松绑，不再同步运动，必将为人类带来更好的服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注　　释

第 1 章

1. See J.K. Galbraith, *The Great Crash 1929* (Boston: Penguin, 1954).

2. Charles P. Kindleberger and Robert Aliber, *Manias, Panics and Crashes*, 5th edn (New York: Wiley, 2005). This is the definitive history of asset bubbles.

第 2 章

1. See John Authers, 'Victim of Its Own Success,' *Financial Times,* January 22, 1997; and John Authers, 'Mutuals Manage to Miss the Track,' *Financial Times*, January 11, 1997.

2. See John Authers and Elizabeth Wine, 'Jeffrey Vinik to leave fund management,' *Financial Times*, October 27, 2000. 他有 4 年实现了 53% 的年回报率，并在有可能丧失这些回报的 2000 年崩盘前收了手。

3. 2009 年 12 月 1 日，吉姆 · 梅尔彻与作者的谈话。在成功押注信贷泡沫结束后，梅尔彻 2007 年继续实现了高于 200% 的回报率。

4. 2007 年，就在过世前不久，60 岁的他写信给《金融时报》，说世界金融体系需要“彻底清除污垢”。事实证明，这同样是一个正确的判断。

第 3 章

1. 引自约翰 C. 博格（John C. Bogle），*Common Sense on Mutual Funds*, 10th Anniversary Edition (Hoboken, NJ: Wiley, 2009), 155。笔者未能在本书筹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备期间采访到博格先生，但 2010 年 3 月，他接受了笔者为《金融时报》所做的采访。这次采访中，他提出了第 3 章中未能涵盖的两点意见。首先，他认为“指数在知识层面上的正当性和有效市场假说毫无关系……对编撰指数的人来说，费用假说（Cost Matters Hypothesis）更重要”。也有其他人对此持不同意见，认为指数化的核心是市场有效理论，但博格先生显然不这么看。其次，他否认指数化带来了市场低效的问题：“指数仅仅占所有股票里的 15%，占所有交易股票的大约 1%，因为其他所有人都在狂乱交易，可指数基金却几乎不怎么动；说市场低效的问题居然是这区区 1% 带来的，我认为这罪名太大了。”

2. See Burton Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street* (New York: Norton, 2007).

3. Figures are from *Common Sense on Mutual Funds*.

4. See Peter Bernstein, *Capital Ideas Evolving* (Somerset, NJ: Wiley, 2005).

5. *Common Sense on Mutual Funds*, 335.

6. See Benoit Mandelbrot and Richard L. Hudson, *The (Mis)Behaviour of Markets-A Fractal View of Financial Turbulence* (New York: Basic Books, 2004), 94.

7. 有关理性市场突破背后的学术政治研究，参见 Justin Fox, *The Myth of Rational Markets* (New York: Collins Business, 2009)。

8. 同上，105。

9. See Antte Petajisto, *Magellan's Problem: Closet Indexing*, November 15, 2005, http://www.petajisto.net/media/magellan_oped.pdf.

10. See Jason Zweig, 'Inside the world's largest fund,' *Money Magazine*, April 15, 2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11. See K.J. Martijn Cremers and Antte Petajisto, 'How Active is Your Fund Manager? A New Measure that Predicts Performance,' March 31, 2009, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891719.

第 4 章

1. 摘自 2008 年 7 月 The Reserve Fund's Annual Report to investors——年报公布短短几个星期后，该基金就因雷曼债券遭受损失并结业，触发至少 1 个世纪以来全世界最大的金融恐慌。

2. Figures are drawn from William Greider, *Secrets of the Temple-How the Federal Reserve Runs the Country* (New York: Simon and Schuster, 1987).

3. Paul Volcker speaking at the Chicago Mercantile Exchange's Global Financial Leadership Conference (Naples, Florida, November 2, 2009).

4. Paul Schott Stephens, 'Of Black Swans and Money Funds' (speaking at the Investment Company Institute, New York City, October 6, 2008).

第 5 章

1. See Greider, *Secrets of the Temple-How the Federal Reserve Runs the Country*, 337.

2. See Charles R. Morris, *The Sages-Warren Buffett, George Soros, Paul Volcker and the Maelstrom of Markets* (New York: Public Affairs, 2009), 126.

3. See James Grant, *Mr. Market Miscalculates-The Bubble Years and Beyond* (Edinburg, Virginia: Axios, 2008), xvii.

4. See Bureau of Labor and Statistics, 'Databases, Tables & Calculators by Subject,' http://data.bls.gov.

第 6 章

1. See Federal Deposit Insurance Corporation's Division of Research and Statistics, 'History of the Eighties-Lessons for the Future Volume 1, An

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Examination of the Banking Crisis of the 1980s and Early 1990s,' http://www.fdic.gov/bank/histtovical/history/191_210.pdf.Chapter 5 covers the LDCs crisis.

2. 引自 Moira Johnston, *The Tumultuous History of the Bank of America* (Frederick, Maryland: Beard Books, 2000), 181。

3. 洛佩斯·波蒂略活到2004年才去世。人们从未忘记他，每当他步入餐厅，墨西哥人就会高声叫骂。因晚年生活潦倒，他甚至把名字借给一种新上市的龙舌兰当商标用。

4. Antoine van Agtmael, conversation with the author, September 2009.

5. 引自 Antoine van Agtmael, *The Emerging Markets Century-How a New Breed of World-Class Companies is Overtaking the World* (New York: Free Press, 2007), 5。

6. Figures provided by Peter Veto of MSCI Barra.

第7章

1. Michael Lewis, *Liar's Poker: Rising Through the Wreckage on Wall Street* (New York: Penguin, 1990).

2. See Hickman, W. Braddock, *Trends and Cycles in Corporate Bond Financing* (National Bureau of Economic Research, 1952).

3. See Bryan Burrough and John Helyar, *Barbarians at the Gate* (New York: Random Century, 1990).

4. Figures cited in James B. Stewart, *Den of Thieves* (Riverside, NJ: Simon & Schuster, 1991), 503–504.

第8章

1. These figures are based on Datastream equity indices.

2. See Kindleberger and Aliber, *Manias, Panics and Crashes*, x.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. See Gabriele Galati and Michael Melvin, 'Why has FX trading surged? Explaining the 2004 triennial survey,' *BIS Quarterly Review*, December 2004.

4. See Christopher Condon and Peter Garnham, 'Swiss franc wins foreign favour in funding asset purchases,' *Financial Times*, March 22, 2007.

第 9 章

1. See Anatole Kaletsky, 'How Mr. Soros made a billion by betting against the pound,' *The Times* of London, October 26, 1992.

2. See David O. Beim and Charles Calomiris, *Emerging Financial Markets* (New York: McGraw Hill, 2001).

3. See 'Triennial Central Bank Survey,' *Bank of International Settlements*, http://www.bis.org/publ/rpfxf07t.htm.

第 10 章

1. See Steve Thompson, 'Greenspan Speech Triggers Big Market Slide,' *Financial Times*, December 7, 1996.

2. See John Authers and Emiko Terazono, 'Sales of mutual funds hit record-Concerns grow that bull market may have given retail investors unrealistic expectations,' *Financial Times*, April 14, 1998.

3. Figures come from Kindleberger and Aliber, *Manias, Panics and Crashes*, 156-157.

4. See Beim and Calomiris, *Emerging Financial Markets*.

5. See John Authers, 'Growling at the bears-Everyman in the News,' *Financial Times*, October 22, 1997.

第 11 章

1. See John Authers and Richard Wolffe, *The Victim's Fortune-Inside the*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Epic Battle Over the Debts of the Holocaust (New York: Harper Collins, 2002).

2. See David O. Beim, 'Europe and the Financial Crisis,' Columbia Business School, March 17, 2009, http://wwwl.gsb.columbia.edu/ mygsb/ faculty/research/pubfiles/3324/Europe%20and%20the%20 Financial%20 Crisis%2Epdf.

3. See Tracy Corrigan, 'Goldman chief to net $206m from offering,' *Financial Times*, April 13, 1999.

4. Details of Basel rules, and the debate over overhauling them, are updated at www.bis.org.

5. See John Authers, 'Regulation plea over bank "mega-mergers,"' *Financial Times*, April 29, 1998.

第 12 章

1. The figure comes from the definitive and highly entertaining account of the LTCM disaster: Roger Lowenstein, *When Genius Failed-The Rise and Fall of Long-Term Capital Management* (Maryland: Random House, 2000), 219.

2. 同上。

3. 同上，188。

4. See John Authers, 'Nothing to fear save uncertainty,' *Financial Times*, October 10, 1998.

第 13 章

1. Richard Tomkins, 'The virtual investment. Billions were poured into Internet-related companies,' *Tinancial Times*, December 5, 2000.

2. 本章所有对冲基金的统计数字于 2009 年 10 月摘自 Fund Research Media Reference Guide, available from www.hedgefundresearch.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 14 章

1. See Goldman Sachs Economics Group, *The World and the BRICs Dream* (New York: 2006). It includes five years of subsequent research on the BRICs.

2. See Jack Bogle, *The Little Book of Common-Sense Investing* (Somerset, NJ: Wiley, 2007).

3. 这一数字出自金砖四国峰值期，但就算将金砖四国投资产品持有到 2009 年 11 月，也即崩盘后一年，这位投资者的回报仍可达到 512%。随着时间的流逝，金砖四国在世界总市值中所占的份额涨了 6 倍。

4. See 'Emerging Markets: Latent Demand,' note by Global Wealth Allocation of London, November 13, 2009.

第 15 章

1. Gary B. Gorton, and K. Geert Rouwenhorst, 'Facts and Fantasies about Commodity Futures,' Yale ICF Working Paper No. 04-20, February 28, 2005, http://ssrn.com/abstract=560042.

2. See 'Strategic Asset Allocation and Commodities,' March 27, 2006, http://www.pimco.com/LeftNav/Viewpoints/2006/ Ibbotson+Commodity+Study.htm.

3. See Daniel Whitten and Alan Bjerga, 'Lieberman may seek new rules on commodity speculators,' *Bloomberg*, May 20, 2008.

4. Gary Gorton, conversation with the author, December 4, 2009.

5. See Chris Watling, monthly bulletin, *Longview Economics*, November 2007.

6. This figure comes from Rob Carnell of ING Economics.

7. See 'Emerging Markets: Latent Demand,' note issued by Global

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Wealth Allocation, November 13, 2009.

第 16 章

1. See Gillian Tett, *Fool's Gold: How Unrestrained Greed Corrupted a Dream, Shattered Global Markets and Unleashed a Catastrophe* (New York: Little, Brown, 2009), for the definitive account of how bankers developed credit derivative technology.

2. Figures are available online at www.isda.org.

3. Quoted in Richard Beales, 'Industry on smooth learning curve with Corrigan report,' *Financial Times*, September 24, 2006.

第 17 章

1. 2004 年，Ben Bernanke 本人曾对"大稳健"作过讲演。见 http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2004/20040220/default.htm。

2. See Hyman P. Minsky, *John Maynard Keynes* (New York: McGraw-Hill, 2008), 125.

3. See John Authers and Anuj Gangahar, '"Correlation" rather than "contagion,"' *Financial Times*, February 28, 2007.

4. See Michiyo Nakamoto and David Wighton, 'Bullish Citigroup is "still dancing" to the beat of the buy-out boom,' *Financial Times*, July 10, 2007.

第 18 章

1 See Ben White and Saskia Scholtes, 'Bear Stearns hedge fund on brink of failure after bad subprime bets,' *Financial Times*, June 20, 2007.

2. See Saskia Scholtes, 'Bear Stearns shock waves gain new force' *Financial Times*, July 18, 2007.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. See Amir E. Khandaniy and Andrew W. Lo, 'What Happened to the Quants in August 2007?' www.ssrn.com.

4. See Peter Thai Larsen, 'Goldman pays the price of being big,' *Financial Times*, August 13, 2007.

5. Joanna Chung, 'Two ex-Bear Stearns fund chiefs cleared of misleading investors,' *Financial Times*, November 11, 2009.

第 19 章

1. 网上随处可见克莱默发飙的这段视频，人们多次把它上传至 www.youtube.com。

2. See *Harry Potter and the Deathly Hallows* by J.K. Rowling.

3. 有关回购市场运作以及其 2007 年失效的详细记录，可见 see Gary B. Gorton, *Slapped by the Invisible Hand-The Panic of 2007* (New York: Oxford University Press, 2010)。

4. See John Authers, 'The short view: Countrywide crunch,' *Financial Times*, August 23, 2007.

第 20 章

1. See Galbraith, *The Great Crash 1929*.

2. 本着信息完全公开的原则，佩斯顿和笔者曾在《金融时报》多年共事。

3. 'Northern Rock gets bank bail out,' BBC, September 13, 2007.

4. Quoted in Martin Mayer, *The Fed-The Inside Story of How the World's Most Powerful Financial Institution Drives the Markets* (New York: Free Press, 2001), 159.

5. See Paul J. Davies and David Wighton, 'Citi slashes SIV fund exposure,' *Financial Times*, December 11, 2007.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. See Francesco Guerrera, 'On Wall St: Super fund pill can't treat the SIV illness,' *Financial Times*, December 7, 2007.

7. 注意，事后证明，这一估值相当保守。见 Chris Bryant and Anora Mahmudova, 'Citigroup leads financials to a five-year low,' *Financial Times*, November 2, 2007。

8. 贝尔斯登倒台的详细叙述，可见 *Street Fighters* by Kate Kelly, or *The Sellout* by Charles Gasparino。

第 21 章

1. George Soros, speaking in Budapest, October 2009. Text provided to the author.

第 22 章

1. Quoted on the cover of Andrew Ross Sorkin, *Too Big To Fail-The inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system-and themselves* (New York: Viking, 2009).

2. See the account in *Too Big To Fail*. 书中暗示，英国的巴克莱银行本可挽救雷曼，可惜出乎美国的意料，英国监管机构不允许这桩交易。

第 23 章

1. Art Cashin, interviewed by author at the NYSE, September 9, 2009. 视频可见 http://www.ft.com/cms/bfba2c48-5588-lldc-b971-0000779fd2ac.html?_i_referralObject=9565051&fromSearch=n。

2. See Beim, 'Europe and the Financial Crisis,' *Columbia Business School*.

3. See Financial Times reporters, 'Pressure grows on Europe to protect banks,' *Financial Times*, October 1，2008.

4. See Bertrand Benoit, James Wilson and agencies, 'Germany

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

guarantees savings,' *Financial Times*, October 5, 2008. 请注意，德国的银行资产逐渐达到了国内生产总值的近 3 倍。

第 24 章

1. See John Authers, 'Short view: diveisification,' *Financial Times*, January 29, 2009.

2. See RAFI Fundamentals newsletter, January 2009, http://www.researchafnliates.com/ideas/pdf/Fundamentals_200901.pdf.

3. See Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002).

4. See Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, 'The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle,' *London Business School*, January 2007.

5. See *Triumph of the Optimists*.

6. See Robert Arnott, 'Bonds: Why Bother?' *Journal of Indexes*, May/June 2009, http://www.indexuniverse.com/publications/journalofindexes/ joi-articles/5710-bonds-why-bother.html?Itemid=11.

第 25 章

1.See *Playing with Fire*, by Randall Dodd. Finance & Development, June 2009, Volume 46, Number 2. Published by the IMF.

2.See *Fed supports emerging economies* by Krishna Guha , Financial Times, October 30，2008.

3.See *Slowdown forces rethink on social compact* by Tom Mitchell Financial Times, November 10，2008.

4.See *China authorises 'massive' stimulus package* by Geoff Dyer, Financial Times,: November 9，2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.Conversation with the author in New York City, October 6, 2009.

6.See *Short View: China's bubble* by John Authers,Financial Times, August 12，2009.

7.*A copper kettle mania in China has boiled up for a bull market* by John Dizard, Financial Times, November 14，2009.

第 26 章

1.See *Manias, Panics, and Crashes*, op.cit, p. 241. Kindleberger was himself quoting J.H. Clapham, the historian of the Bank of England.

2.See *Citi has strong start to the year* by Francesco Guerrera in New York, March 10 2009, Financial Times.

3.See *Citigroup helps lift markets worldwide* by Francesco Guerrera and Michael MacKenzie in New York, March 11，2009, Financial Times.

4.See *US agrees bail-out for Citigroup* by Greg Farrell and Henny Sender in New York and Andrew Ward , Financial Times, November 24，2008.

5.See *Bank of America gets $138bn lifeline* by Sundeep Tucker, Financial Times,: January 15，2009.

6.Stress tests show $75bn buffer needed, by Krishna Guha in Washington and Francesco Guerrera and Alan Rappeport in New York, May 7，2009, Financial Times.

7.Up to date statistics are available online at http://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html.

第 28 章

1.Cited in *Markets, Mobs & Mayhem-A Modern Look at the Madness of Crowds* by Robert Menschel; published by Wiley, 2002.

2.Figures are drawn from Professor Shiller's website. The data is

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

downloadable in Excel format from *http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls*.

3.Figures provided by Peter Veto of MSCI.Barra.

4.See *It may be a bubble but it's completely rational* by Crispin Odey, Financial Times, September 23, 2009.

5.The definitive financial history of these bear market bottoms is: *Anatomy of the Bear* by Russell Napier.

第 29 章

1.See *Nudge-Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* by Richard Thaler and Cass Sunstein, published by Penguin, 2008, for a clear (and very influential) exposition of how offering default options could be good public policy in practice.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

These books were useful in preparing this book, and are recommended to provide much extra background.

第 1 章

Chancellor, Edward. *Devil Take the Hindmost*. New York: Farrar, Strauss and Giroux, 1999.

Galbraith, J.K. *The Great Crash 1929*. Boston: Penguin, 1954.

Kindleberger, Charles and Robert Aliber. *Manias, Panics and Crashes – A History of Financial Crises*. 5th edn. New York: Wiley, 2005.

第 2 章

Akerlof, George A. and Robert J. Shiller. *Animal Spirits – How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009.

Ariely, Dan. *Predictably Irrational – The Hidden Forces that Shape Our Decisions*. New York: Harper, 2008.

Mauboussin, Michael. *Think Twice – Harnessing the Power of Counterintuition*. Boston: Harvard Business Press, 2009.

Montier, James. *Behavioural Investing – A Practitioner's Guide to Applying Behavioural Finance*. Somerset, NJ: Wiley Finance, 2007.

第 3 章

Bernstein, Peter L. *Capital Ideas Evolving*. Somerset, NJ: Wiley, 2006.

Bogle, Jack. *Common-Sense on Mutual Funds – New Imperatives for the Intelligent Investors*. Somerset, NJ: Wiley, 1999.

Bogle, John C. *The Little Book of Common-Sense Investing: The Only Way to Guarantee Your Fair Share of Stock Market Returns*. Somerset, NJ: Wiley, 2007.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fox, Justin. *The Myth of Rational Markets – A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*. New York: Collins Business, 2009.

Malkiel, Burton G. *A Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy for Successful Investing*. New York: Norton, 2007.

Mandelbrot, Benoit and Richard L. Hudson. *The (mis)Behaviour of Markets – A Fractal View of Financial Turbulence*. New York: Basic Books, 2004.

Smithers, Andrew. *Wall Street Revalued: Imperfect Markets and Inept Central Bankers*. Somerset, NJ: Wiley, 2009.

第 4 章

Chernow, Ron. *The Death of the Banker – The Decline and Fall of the Great Financial Dynasties and the Triumph of the Small Investor.* New York: Random House, 1997.

第 5 章

Grant, James. *Mr Market Miscalculates – The Bubble Years and Beyond.* Edinburg, Virginia: Axios, 2008.

Greider, William. *Secrets of the Temple*. New York: Simon & Schuster, 1991.

Morris, Charles R. *The Sages – Warren Buffett, George Soros, Paul Volcker and the Maelstrom of Markets*. New York: Public Affairs, 2009.

第 6 章

Beim, David O. and Charles W. Calomiris. *Emerging Financial Markets*. New York: McGraw-Hill, 2001.

Van Agtmael, Antoine. *The Emerging Markets Century – How a New Breed of World-Class Companies Is Overtaking the World*. New York, Free Press, 2007.

第 7 章

Burrough, Bryan and John Helyar. *Barbarians at the Gate*. New York: Arrow Books, 1990.

Lewis, Michael. *Liar's Poker.* New York: W.W. Norton, 1989.

Stewart, James B. *Den of Thieves*. Riverside, NJ: Simon & Schuster, 1991.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章

Chandler, Marc. *Making Sense of the Dollar – Exposing Dangerous Myths about Trade and Foreign Exchange*. New York: Bloomberg, 2009.

第 10 章

Krugman, Paul. *The Return of Depression Economics*. New York: Norton, 2009.

第 11 章

Mayer, Martin. *The Fed – The Inside Story of How the World's Most Powerful Financial Institution Drives the Markets*. New York: Free Press, 2001.

Wallison, Peter J. and Bert Ely. *Nationalizing Mortgage Risk: The Growth of Fannie Mae and Freddie Mac*. Washington, DC: AEI Press, 2000.

第 12 章

Lowenstein, Roger. *When Genius Failed – The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. Maryland: Random House, 2000.

第 13 章

Shiller, Robert J. *Irrational Exuberance*. Princeton, NJ: Broadway Business, 2006.

第 14 章

Goldman Sachs Economics Group. *The World and The Brics Dream*. New York: The Goldman Sachs Group Inc., 2006.

第 15 章

Yergin, Daniel. *The Prize: The Epic Quest for Oil, Money and Power* New York: Free Press, 2008.

第 16 章

Morris, Charles R. *The Two Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers and the Great Credit Crash*. New York: Public Affairs, 2009

Tett, Gillian. *Fool's Gold – How the Bold Dream of a Small Tribe at J.P Morgan Was Corrupted by Wall Street Greed and Unleashed a Catastrophe*. New York: Free Press, 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Zuckerman, Gregory. *The Greatest Trade Ever – The Behind-the-Scenes Story of how John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History*. New York: Broadway Business, 2009.

第 17 章

Barbera, Robert J. *The Cost of Capitalism – Understanding Market Mayhem and Stabilizing Our Economic Future*. New York: McGraw-Hill, 2009.

Minsky, Hyman. *John Maynard Keynes*. New York: McGraw-Hill, 2008.

第 18 章

Bookstaber, Richard. *A Demon of Our Own Design – Markets, Hedge Funds and the Perils of Financial Innovation*. New York: John Wiley & Sons, 2007.

Lo, Andrew. *Hedge Funds: An Analytic Perspective (Advances in Financial Engineering)*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008.

第 19 章

Gorton, Gary B. *Slapped By The Invisible Hand – The Panic of 2007*. New York: Oxford University Press, 2010.

Wessel, David. *In Fed We Trust – Ben Bernanke's War on the Great Panic*. New York: Crown Business, 2009.

第 20 章

Brummer, Alex. *The Crunch: Uncovering the Truth Behind the Great Credit Scandal*. London: Random House UK, 2008.

Kelly, Kate. *Street Fighters – The Last 72 Hours of Bear Stearns, the Toughest Firm on Wall Street*. New York: Portfolio, 2009.

Milne, Alistair. *The Fall of the House of Credit – What Went Wrong in Banking and What Can Be Done to Repair the Damage?* New York: Cambridge University Press, 2009.

Peston, Robert. *Who Runs Britain…and who's to blame for the economic mess we're in*. London: Hodder, 2008.

第 21 章

Dumas, Charles. *China and America – A Time of Reckoning*. London: Profile Books, 2008.

Soros, George. *The New Paradigm for Financial Markets – The Credit Crisis of 2008 and What it Means*. New York: Public Affairs, 2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 22 章

Gasparino, Charles. *The Sellout – How Three Decades of Wall Street Greed and Government Mismanagement Destroyed the Global Financial System.* New York: Harper Business, 2009.

Sorkin, Andrew Ross. *Too Big To Fail – The inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system – and themselves.* New York: Viking, 2009.

第 24 章

Arnott, Robert, et al. *The Fundamental Index: A Better Way to Invest.* New York: Wiley, 2008.

Dimson, Elroy, Paul Marsh, and Mike Staunton. *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns.* Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002.

El-Erian, Mohamed. *When Markets Collide: Investment Strategies for the Age of Global Change.* New York: McGraw-Hill, 2008.

Siegel, Jeremy. *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long Term Investment Strategies.* 4th edn. New York: McGraw-Hill, 2007.

第 27 章

Bruner, Robert F. and Sean D. Carr. *The Panic of 1907 – Lessons Learned from the Market's Perfect Storm.* New York: Wiley, 2007.

Napier, Russell. *Anatomy of the Bear – Lessons from Wall Street's Four Great Bottoms.* Hong Kong: CLSA Books, 2005.

第 28 章

Thaler, Richard H. and Cass R. Sunstein. *Nudge – Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness.* New York: Penguin, 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简明，切题，有洞察力……所有对市场运作方式感兴趣的人，不管是投资者、分析师还是政策制定者，都应该读一读这本书。

——全球最大债券基金公司太平洋投资管理公司(PIMCO)联席执行长

穆罕默德·埃尔埃利安

约翰·奥瑟兹写了一个发人深省、通俗易懂的故事，全面讲述了可怕的金融市场怎样将我们带入这场危机，以及我们为什么必须击退恐惧。这是一本很好的读物，为我们上了一堂重要的课。

——瑞银投资银行高级经济顾问

乔治·马格纳斯

这本了不起的市场史向所有投资者证明：有效市场理论是一个极为危险的概念。

——国际顶尖经纪及投资公司里昂证券公司亚洲市场部全职策略师

拉塞尔·纳皮尔

在论述金融危机汗牛充栋的作品中，奥瑟兹的这本书在洞见和风格上均独一无二。

——CFA协会全球副总裁

罗伯特·强森博士

这本杰作一章一节地带我们洞穿全球经济脱钩的迷雾，是一本有关今日经济的必读书。

——投资管理合伙公司调研总监

维塔利·凯茨尼尔森

客服热线：
(010) 68995261, 88361066
购书热线：
(010) 68326294, 88379649, 68995259
投稿热线：
(010) 88379007
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

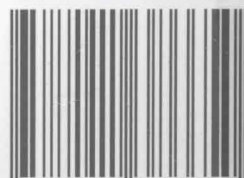
华章网站 http://www.hzbook.com

网上购书：www.china-pub.com

PEARSON
www.pearson.com

上架指导：经济/金融

ISBN 978-7-111-38665-0



定价：39.00元